

Міністерство освіти і науки України
Львівський національний університет імені Івана Франка

ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Підручник

За редакцією доктора економічних наук,
професора М. І. Крупки

Львів
ЛНУ імені Івана Франка
2019

УДК 658.15:005(075.8)

Ф 59

Автори:

М. І. Крупка, О. М. Ковалюк, В. М. Коваленко, Є. М. Андрущак,
Д. В. Ванькович, Н. Б. Демчишак, Я. Б. Дропа, І. М. Крупка, О. В. Микуляк,
М. І. Петик, О. М. Підхомний, М. В. Рубаха, Л. С. Яструбецька

Рецензенти:

д-р екон. наук, проф. *І. О. Лютий*
(Київський національний університет імені Т. Шевченка);
д-р екон. наук, проф. *Ю. В. Пасічник*
(Черкаський державний технологічний університет)
д-р екон. наук, проф. *М. І. Кульчицький*
(Львівський національний університет імені І. Франка);

*Рекомендовано Вченою радою
Львівського національного університету імені Івана Франка
Протокол № 48/4 від 25 квітня 2018 р.*

Фінансовий менеджмент : підручник / за ред. д-ра екон. наук,
Ф 59 проф. М. І. Крупки ; [М. І. Крупка, О. М. Ковалюк, В. М. Коваленко та ін.]. –
Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2019. – 440 с.

ISBN 978-617-10-0505-1.

У підручнику розглянуто головні концепції, поняття і методи фінансового менеджменту, особливості управління активами, капіталом, фінансовими інвестиціями та прибутком підприємства. Висвітлено теоретичні й актуальні практичні аспекти фінансового менеджменту в умовах формування ринкової економіки.

Книга є водночас теоретичним і практичним виданням, у якому використано сучасні підходи до забезпечення навчального процесу.

Для студентів, аспірантів, викладачів економічних спеціальностей, економістів-практиків.

УДК 658.15:005(075.8)
ББК У26(4УКР)19-21я73

© Крупка М. І., Ковалюк О. М.,
Коваленко В. М. та інші, 2019
© Львівський національний університет
імені Івана Франка, 2019

ISBN 978-617-10-0505-1

ЗМІСТ

ПЕРЕДМОВА	6
Частина 1. ЗАГАЛЬНІ ПОЛОЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ	
Розділ 1. Сутність, принципи та головні показники фінансового менеджменту	10
1.1. Передумови і необхідність розвитку фінансового менеджменту	10
1.2. Сутність, завдання та функції фінансового управління	15
1.3. Принципи фінансового менеджменту	21
1.4. Функціональні обов'язки фінансового менеджера	27
1.5. Головні показники у фінансовому менеджменті.....	30
Розділ 2. Система забезпечення фінансового менеджменту	38
2.1. Організація фінансового менеджменту на підприємстві.....	38
2.2. Нормативно-правова база діяльності фінансового менеджера	41
2.3. Інформаційне забезпечення фінансового управління	46
Розділ 3. Концепції і моделі фінансового управління	55
3.1. Базові концепції фінансового менеджменту	55
3.2. Фінансова політика та типи фінансового управління.....	63
3.3. Стратегія і тактика ухвалення фінансових рішень	70
Розділ 4. Управління грошовими потоками підприємств	83
4.1. Зміст і значення грошових потоків у функціонуванні підприємств.....	83
4.2. Класифікація грошових потоків підприємств.....	86
4.3. Організаційно-економічний механізм управління грошовими потоками підприємств.....	91
Розділ 5. Визначення вартості грошей у часі та її використання у фінансових розрахунках	103
5.1. Концептуальні положення визначення вартості грошей у часі.....	103
5.2. Прості, складні та безперервні відсотки у фінансових розрахунках.....	104
5.3. Порядок обчислення майбутньої і теперішньої вартості анuitетів.....	110
Частина 2. УПРАВЛІННЯ ЕЛЕМЕНТАМИ ФІНАНСОВО-ГОСПОДАРСЬКОЇ ДІЯЛЬНОСТІ	
Розділ 6. Управління прибутком	120
6.1. Прибуток як позитивний фінансовий результат господарської діяльності	120
6.2. Джерела формування доходів та елементи витрат підприємства.....	124
6.3. Інструменти операційного аналізу в управлінні фінансовими результатами.....	134
6.4. Ефективні напрями розподілу і використання прибутку.....	139
Розділ 7. Управління активами	151
7.1. Сутність і структура активів підприємства	151
7.2. Методи оцінювання вартості активів у господарській діяльності.....	155
7.3. Політика фінансування і формування структури оборотних активів	161
7.4. Управління відновленням необоротних активів	168
Розділ 8. Управління капіталом	179
8.1. Сутність, види і способи акумуляції підприємницького капіталу	179

8.2. Власний капітал: переваги та недоліки використання у господарській діяльності	184
8.3. Специфіка управління позиковим капіталом.....	189
8.4. Показники оцінювання вартості фінансових ресурсів підприємства.....	194
8.5. Побудова оптимальної структури капіталу суб'єкта господарювання	200
Розділ 9. Управління інвестиціями	215
9.1. Джерела формування інвестиційних ресурсів підприємства	215
9.2. Управління реальними інвестиціями	222
9.3. Методи оцінювання інвестиційних проектів.....	228
9.4. Управління фінансовими інвестиціями.....	234
9.5. Види портфеля цінних паперів і принципи його формування.....	239
Розділ 10. Управління фінансовими ризиками	250
10.1. Сутність, чинники і види ризиків підприємницької діяльності	250
10.2. Особливості ухвалення рішень в умовах ризику.....	261
10.3. Методи дослідження фінансових ризиків	268
10.4. Способи та інструменти управління фінансовими ризиками	276
Частина 3. СТРАТЕГІЧНИЙ ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ	
Розділ 11. Інструменти стратегічного управління фінансами підприємства	290
11.1. Моделі стратегічного управління та умови їхнього застосування	290
11.2. Збалансована система показників як інструмент стратегічного управління фінансами підприємства	295
11.3. Роль фінансового контролінгу в системі стратегічного фінансового менеджменту	302
Розділ 12. Фінансове планування і прогнозування	312
12.1. Сутність, принципи і завдання фінансового планування	312
12.2. Техніка складання фінансових планів та прогнозів	316
12.3. Використання матриці фінансових стратегій у фінансовому плануванні	321
Розділ 13. Аналіз фінансових звітів	330
13.1. Роль фінансової звітності в управлінні підприємством	330
13.2. Методи аналізу фінансової звітності.....	334
13.3. Балансові показники фінансового стану підприємства.....	338
13.4. Оцінка звіту про фінансові результати	347
13.5. Характеристика звіту про рух грошових коштів	350
13.6. Аналіз звіту про власний капітал.....	352
Розділ 14. Оцінювання фінансової привабливості підприємства	359
14.1. Сутність і складові фінансової привабливості підприємств	359
14.2. Факторний аналіз фінансових результатів господарської діяльності	365
14.3. Аналіз ділової активності суб'єктів господарювання	371
Розділ 15. Фінансове управління підприємством за умов кризи	379
15.1. Діагностика фінансового стану в системі антикризового управління підприємством.....	379
15.2. Форми і методи фінансової санації підприємств	391
15.3. Реалізація процедури банкрутства та розподіл майна боржника.....	403
ДОДАТКИ.....	418
ПРЕДМЕТНИЙ ПОКАЖЧИК	433



***З нагоди 55-річчя
економічного факультету
і 30-річчя спеціальності
«Фінанси і кредит»
у Львівському університеті***



ПЕРЕДМОВА

Необхідність посилення конкурентних позицій вітчизняного бізнесу та економіки країни, підвищення стійкості до впливів кризових явищ за умов глобалізаційних та інтеграційних процесів спонукають до пошуку нових ефективних механізмів управління фінансами підприємств, що спрямовані на забезпечення їхнього ефективного розвитку і здатності своєчасно й адекватно реагувати на динамічні зміни зовнішнього середовища.

З огляду на це під час підготовки фахівців-фінансистів потрібно формувати цілісне бачення теоретичних основ фінансового менеджменту, розуміння особливостей управління елементами фінансово-господарської діяльності підприємства, а також стратегічного фінансового мислення. Важливо надати студентам систему знань про логіку ухвалення і реалізації фінансових рішень, вплив фінансового менеджменту на загальну систему управління підприємством, оволодіння відповідною фаховою термінологією, необхідною для розуміння інструментів і методів фінансового управління; можливість застосовувати отримані знання для аналізу господарської діяльності підприємств України та робити висновки про наслідки фінансової політики, визначати параметри потрібних змін для ефективного впливу на розвиток економічного суб'єкта.

Дисципліна "Фінансовий менеджмент" визначена програмою вищої освіти як нормативна, її вивчення зумовлене об'єктивною потребою та програмою підготовки студентів-фінансистів, оскільки без розуміння стратегії фінансово-господарської діяльності підприємства не можна сформувані комплексного бачення економічних процесів загалом.

Структура запропонованого посібника є логічною і послідовною. Автори використали сучасні прийоми аналізу та висвітлення інформації відповідно до вимог Болонського процесу. Розкриті питання демонструють поєднання теоретичних і практичних складових курсу, що покликано поліпшити процес опанування студентами навчального матеріалу.

Усі розділи посібника системно та послідовно розкривають теоретичні основи фінансового менеджменту, особливості управління активами, капіталом, прибутком, інвестиціями, фінансовими ризиками, стратегічного фінансового менеджменту, а також механізми їхнього функціонування і практичної реалізації в Україні.

У першій частині книги наведено матеріал, який висвітлює сутність, функції, принципи, чинники фінансового менеджменту, систему забезпечення фінансового управління підприємством, базові концепції та моделі фінансового менеджменту, управління грошовими потоками від господарської діяльності й методику визначення вартості грошей у часі з метою її використання у фінансових розрахунках.

Другу частину посібника присвячено характеристиці управління елементами фінансово-господарської діяльності. Значну увагу тут приділено управлінню

прибутком як показником ефективності роботи фінансового менеджера, оборотними й необоротними активами, ризиками, реальним і фінансовим інвестуванням та формуванням оптимальної структури капіталу.

У третій частині книги поєднано теорію з практикою, що характеризує особливості стратегічного фінансового менеджменту. Зокрема, розкрито сучасні інструменти стратегічного управління фінансами підприємства, наведено технології фінансового планування, проаналізовано фінансову звітність та на її підставі оцінено фінансову привабливість суб'єкта господарювання, висвітлено механізми фінансового управління підприємством в умовах кризи.

Автори застосували ефективні прийоми опрацювання інформації та подання навчального матеріалу. Ліпшому засвоєнню студентами викладеного матеріалу, оволодінню практичними навиками фінансового управління та підвищенню рівня фінансової освіченості загалом сприятимуть наведені у посібнику питання для самоконтролю, тестові завдання, практичні задачі.

У книзі також поєднано дослідження теоретичних аспектів фінансового менеджменту та практичних рекомендацій щодо управління грошовими потоками, прибутком, інвестиціями, активами, капіталом та фінансовими ризиками ділових одиниць. Крім того, враховано регулятивну складову актуальних нормативно-правових документів органів державної влади, що стосуються фінансового управління господарською діяльністю.

Посібник буде корисним для студентів вищих навчальних закладів, аспірантів, викладачів, науковців, фахівців-практиків та читачів, які цікавляться сучасними проблемами розвитку фінансового менеджменту.

Структура навчального посібника "Фінансовий менеджмент" така:

Частини	Розділи	Автори
Частина 1. Загальні положення фінансово-го менеджменту	Розділ 1. Сутність, принципи та головні показники фінансового менеджменту	проф. Крупка М.І., проф. Ковалюк О.М., доц. Микуляк О.В.
	Розділ 2. Система забезпечення фінансового менеджменту	проф. Крупка М.І., проф. Ковалюк О.М.
	Розділ 3. Концепції і моделі фінансового управління	доц. Микуляк О.В.
	Розділ 4. Управління грошовими потоками	доц. Яструбецька Л.С.
	Розділ 5. Визначення вартості грошей у часі та її використання у фінансових розрахунках	проф. Ванькович Д.В., проф. Демчишак Н.Б.
Частина 2. Управління елементами фінансово-господарської діяльності	Розділ 6. Управління прибутком	доц. Петик М.І., доц. Микуляк О.В.
	Розділ 7. Управління активами	проф. Коваленко В.М., доц. Рубаха М.В.
	Розділ 8. Управління капіталом	проф. Крупка М.І. доц. Рубаха М.В.
	Розділ 9. Управління інвестиціями	проф. Дропа Я.Б. доц. Крупка І.М.,
	Розділ 10. Управління фінансовими ризиками	проф. Підхонний О.М.

Частина 3. Стратегічний фінансовий менеджмент	Розділ 11. Інструменти стратегічного управління фінансами підприємства	проф. Ванькович Д.В., проф. Демчишак Н.Б.
	Розділ 12. Фінансове планування і прогнозування	проф. Ковалюк О.М.
	Тема 13. Аналіз фінансових звітів	доц. Петик М.І.
	Тема 14. Оцінювання фінансової привабливості підприємства	проф. Дропа Я.Б.
	Тема 15. Фінансове управління підприємством за умов кризи	доц. Андрущак Є.М.

Автори висловлюють глибоку подяку рецензентам – професорам І. О. Лютому, Ю. В. Пасічнику, І. М. Кульчицькому, а також співробітникам кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту Львівського національного університету імені Івана Франка за допомогу в підготовці цього посібника. Усі побажання та зауваження просимо надсилати за електронною адресою: finance_franko@ukr.net або 79008, м. Львів, пр. Свободи, 18, економічний факультет, кафедра фінансів, грошового обігу і кредиту.

ЧАСТИНА 1



ЗАГАЛЬНІ ПОЛОЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ



Розділ 1. Сутність, принципи та головні показники фінансового менеджменту

Розділ 2. Система забезпечення фінансового менеджменту

Розділ 3. Концепції і моделі фінансового управління

Розділ 4. Управління грошовими потоками

Розділ 5. Визначення вартості грошей у часі та її використання у фінансових розрахунках





СУТНІСТЬ, ПРИНЦИПИ ТА ГОЛОВНІ ПОКАЗНИКИ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

- 1.1. Передумови і необхідність розвитку фінансового менеджменту.
- 1.2. Сутність, завдання та функції фінансового управління.
- 1.3. Принципи фінансового менеджменту.
- 1.4. Функціональні обов'язки фінансового менеджера.
- 1.5. Головні показники у фінансовому менеджменті.

1.1. Передумови і необхідність розвитку фінансового менеджменту

За умов ринкової економіки конкурентоспроможність будь-якого підприємства може забезпечити тільки ефективне управління рухом його фінансових ресурсів. Для того щоб раціонально управляти фінансовими потоками, необхідно знати методологію фінансового менеджменту і мати вміння застосовувати її на практиці.

Фінансовий менеджмент – це цілісна система знань про фінансові відносини в господарському процесі, фінансовому механізмі, технології управління фінансовою діяльністю підприємства.

Результативне функціонування системи управління фінансово-господарською діяльністю економічного суб'єкта припускає наявність конкретних економічних, організаційних, правових і соціально-культурних *передумов*. До них належать такі:

- 1) структурні зміни в економіці, спрямовані на розвиток ринкових відносин, підвищення рівня суспільного виробництва, розширення форм власності, кількості та різновидів діяльності суб'єктів господарювання;
- 2) організаційні перетворення механізму функціонування всіх ланок національного господарства, їхніх взаємозв'язків, економічних відносин з державою, між партнерами, учасниками виробничого процесу з урахуванням еквівалентних взаємовідносин;
- 3) створення та розвиток ринкової інфраструктури, яка охоплює значну кількість різноманітних інститутів, економічних суб'єктів, заходів, що сприяє

задоволенню потреб підприємств у підвищенні якості управління, можливостях маневрування ресурсами тощо. Найважливішими з них можна назвати:

- розвиток ринку й фінансово-кредитних інститутів, що забезпечують акумуляцію і безперервний рух коштів;
 - наявність розгалуженої мережі інформаційних центрів, фірм, комунікативного зв'язку, нагромадження, опрацювання і швидке передавання інформації про зовнішнє економічне середовище в країні, діяльність кредитних установ, досягнення партнерів;
 - система сервісного обслуговування підприємства через маркетингові, консалтингові, контролінгові й інші спеціалізовані фірми;
- 4) постійний розвиток форм фінансування та розширення інструментів вкладення коштів, що потребує професійного підходу до вирішення важливих господарських питань;
- 5) формування господарських структур і необхідність фінансової спеціалізації у сфері управління різними видами діяльності підприємства.

Перелічені передумови стосуються головно зовнішніх умов, які забезпечують дієвість системи управління економічними процесами на всіх рівнях. Одночасно необхідно створити певні умови в самому об'єкті управління, що передбачає відповідну матеріальну базу та наявність безпосередніх виконавців цього процесу.

Фінансове управління як наука сформувалося у зв'язку з посиленням ролі фінансового капіталу та організацією фондового ринку.

Фінансовий менеджмент, ґрунтуючись на новітніх досягненнях у сфері управління, усіх прогресивних перетвореннях у практиці господарювання зарубіжних та вітчизняних підприємств, спроможний змінювати систему цінностей, пріоритети і тенденції розвитку економічних суб'єктів. З ним пов'язують упровадження принципово нових форм і методів організації фінансової роботи, використання сучасних механізмів функціонування фінансового ринку тощо.

Елементи фінансового менеджменту використовували на різних етапах економічного розвитку суспільства. За становлення ринкової економіки стійкість і успіх будь-якого суб'єкта господарювання може забезпечити лише ефективне управління рухом фінансових ресурсів. Капітал повинен давати прибуток, інакше підприємство може втратити позиції на ринку. Сучасні умови потребують комплексного використання інструментів фінансового менеджменту.

За понад століття розвитку фінансове управління підприємництвом значно розширило сферу дослідження: якщо на початковому етапі в центрі уваги перебували фінансові питання створення нових підприємств, потім – управління фінансовими інвестиціями і проблеми банкрутства, то сьогодні воно охоплює практично всі напрями управління фінансами суб'єктів господарювання. Деякі проблеми фінансового менеджменту останнім часом поглиблено вивчають у нових, порівняно самостійних галузях знань – фінансовому аналізі, інвестиційному

менеджменті, ризик-менеджменті, антикризовому управлінні підприємством за умови загрози банкрутства.

Фінансовий менеджмент відіграє провідну роль у великому бізнесі, оскільки йому потрібен значний потік капіталу і, відповідно, велика кількість споживачів продукції. У такому виді бізнесу переважають фінансові операції, пов'язані з інвестиціями, у тім числі з рухом портфельних вкладень і примноженням капіталу (траст, лізинг, селенг).

Запровадження системи фінансового менеджменту на підприємстві в сучасних умовах необхідне, що пов'язано з нестабільністю середовища, у якому воно функціонує, неможливістю виявити одразу всі ризики та можливості діяльності і, найголовніше, фінансовий менеджмент дає змогу ухвалити та реалізувати оптимальні управлінські рішення, пов'язані з максимізацією доходів власників за мінімального господарського ризику. Він є ефективним інструментом, який забезпечує своєчасне виявлення й попередження проблем у діяльності будь-якого підприємства.

Загальним для успішного функціонування всіх суб'єктів господарювання є правильне *фінансове управління у таких сферах ухвалення рішень*:

- раціональне фінансування бізнесу, свідоме поєднання вигоди й ризику в разі використання різних джерел фінансування (фінансова діяльність підприємства);
- одержання прибутку від поточної діяльності завдяки ефективному використанню всіх видів ресурсів (операційна діяльність підприємства);
- вибір і використання інструментів інвестування на підставі ґрунтовного економічного аналізу й менеджменту (інвестиційна діяльність підприємства);
- використання елементів фінансового механізму для максимізації вартості бізнесу.

Предметом фінансового управління є фінансові відносини підприємства з:

- 1) державою;
- 2) іншими юридичними особами:
 - постачальниками;
 - покупцями готової продукції;
 - банками;
 - біржами;
 - страховими компаніями;
 - інвестиційними компаніями та інститутами спільного інвестування;
 - недержавними пенсійними фондами;
 - трастовими компаніями та ін.;
- 3) власниками капіталу;
- 4) працівниками підприємства.

Суб'єкти зовнішнього і внутрішнього стосовно підприємства середовища зацікавлені в реалізації певних фінансово-економічних інтересів (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Систематизація економічних суб'єктів, зацікавлених у діяльності підприємства, та їхніх фінансово-економічних інтересів

Групи зацікавлених економічних суб'єктів	Фінансово-економічні інтереси
Постачальники капіталу: <ul style="list-style-type: none"> • власники • лендери (постачальники капіталу на тривалий період) 	<ul style="list-style-type: none"> - збільшення вкладеного у бізнес капіталу, стабільний дохід у вигляді дивідендів, можливість повернути прирощений вкладений капітал, участь в управлінні підприємством; - отримання стабільного доходу у вигляді плати за наданий капітал, своєчасне повернення вкладеного капіталу
Учасники поточної діяльності: <ul style="list-style-type: none"> • постачальники • покупці • фінансові посередники (банки, фінансові компанії) 	<ul style="list-style-type: none"> - регулярність розрахунків за надані ресурси, стабільність виробничих зв'язків; - прийнятна ціна, якість продукції, знижки, регулярність постачання; - обсяги розрахунків, розширення спектра фінансових послуг
Держава: <ul style="list-style-type: none"> • податкові органи • інші державні інститути (зокрема, соціальні фонди) 	<ul style="list-style-type: none"> - зростання податкових надходжень; - створення нових робочих місць, вирішення проблем соціально-економічного розвитку
Інші зацікавлені особи: <ul style="list-style-type: none"> • потенційні інвестори • фінансові спекулянти • аналітики • конкуренти 	<ul style="list-style-type: none"> - ухвалення ефективних рішень про купівлю всього або частини підприємства; - отримання доходу від операцій купівлі-продажу цінних паперів підприємства; - дохід від послуг, запропонованих підприємству (наприклад, включення цінних паперів підприємства в інформаційні рейтинги провідних агентств); - вивчення підприємства з метою виявлення його сильних і слабких сторін (щоб на підставі цього зміцнювати власні позиції на ринку)

Складено на підставі [16, с. 15–17].

Фінансовий менеджмент не може успішно функціонувати без правового, нормативного, організаційного та інформаційного забезпечення і без відповідної фінансової політики, тому ґрунтується на фінансовому механізмі. Схему реалізації фінансового механізму показано на рис. 1.1.

Найважливіші фінансові методи та фінансові важелі як структурні елементи фінансового механізму узагальнено й відображено на рис. 1.2. Кожному фінансовому методу відповідає один або декілька фінансових важелів [10, с. 39].

Зрозуміло, що для зміцнення фінансової ситуації на підприємстві необхідно задіяти ті фінансові методи і фінансові важелі (як найактивніші елементи фінан-

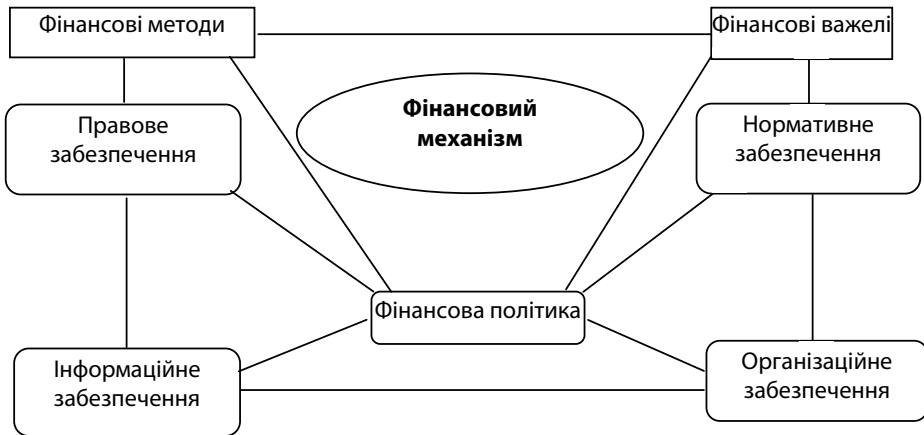


Рис. 1.1. Схема реалізації фінансового механізму

сового механізму), які принесуть найбільшу користь підприємству в плановому періоді та перспективі.

Проте одні з найважливіших елементів фінансового механізму не дадуть бажаних результатів, якщо в державі не буде створено відповідне середовище



Рис. 1.2. Фінансові методи і фінансові важелі у структурі фінансового механізму

для їхньої успішної реалізації на практиці. Таким середовищем є, передусім, відповідна фінансова політика на макрорівні.

1.2. Сутність, завдання та функції фінансового управління

Фінансовий менеджмент – це система управління формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів суб'єкта господарювання та оптимізації обороту його грошових коштів.

Як система управління фінансовий менеджмент має об'єкт і суб'єктів управління. *Об'єкт управління* – формування і використання всіх видів фінансових ресурсів: грошових коштів, інвестицій, основних та оборотних активів тощо; матеріальною основою є грошові потоки в динаміці. *Суб'єкти управління* – фінансова дирекція, фінансова служба, фінансовий менеджер, що забезпечують цілеспрямоване функціонування об'єкта.

Процес фінансового управління підприємством передбачає послідовність таких дій (рис. 1.3): визначення цілей використання капіталу, вибір способів управління фінансовими ресурсами, ухвалення фінансового рішення, організація його виконання і контроль за цим, аналіз та оцінка результатів реалізації фінансових рішень.



Рис. 1.3. Послідовність ухвалення фінансових рішень

Побудовано за [17].

На механізм ухвалення рішень в управлінні фінансами суб'єкта господарювання впливають внутрішні і зовнішні чинники (рис. 1.4).

Будь-яка підприємницька діяльність спрямована на отримання позитивного фінансового результату – прибутку – та постійне зростання його розміру. Відповідно, *головною метою* фінансового менеджменту є забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному і перспективному періодах.

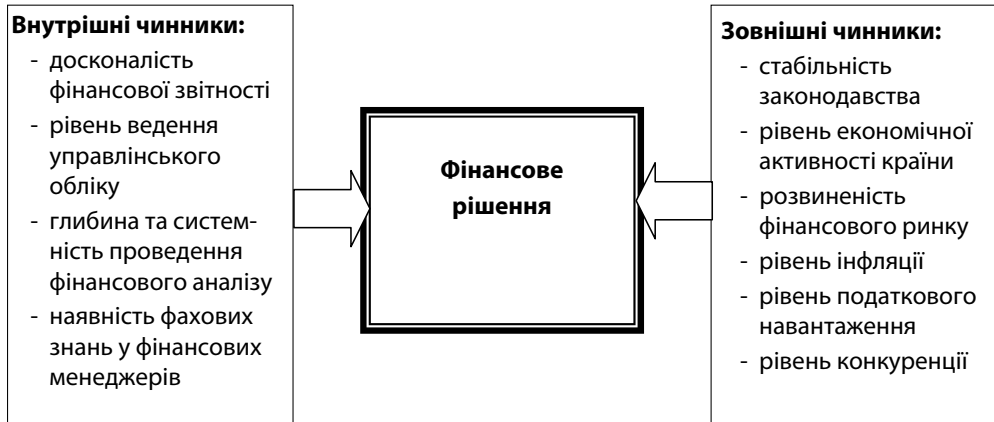


Рис. 1.4. Внутрішні і зовнішні чинники ухвалення фінансових рішень

Побудовано за [17].

У процесі досягнення цієї мети фінансовий менеджмент спрямований на вирішення низки завдань (табл. 1.2):

- 1) формування достатнього обсягу фінансових ресурсів відповідно до цілей розвитку підприємства у майбутньому періоді;
- 2) ефективне використання сформованого фінансового капіталу в розрізі головних напрямів діяльності підприємства;
- 3) раціональне управління грошовими потоками;
- 4) формування оптимальної структури витрат;
- 5) максимізація прибутку з найменшим рівнем фінансового ризику;
- 6) мінімізація рівня фінансового ризику за очікуваного рівня прибутку;
- 7) забезпечення беззбиткової діяльності підприємства;
- 8) запобігання фінансовим кризам та банкрутству в господарській діяльності.

Таблиця 1.2

Завдання фінансового менеджменту та способи їхнього досягнення

Завдання фінансового менеджменту	Способи досягнення відповідного завдання
1	2
Забезпечення формування обсягу фінансових ресурсів, необхідного для досягнення визначених цілей діяльності	Формування достатнього обсягу капіталу об'єднує визначення загальної потреби у фінансових ресурсах підприємства на плановий період, максимізацію обсягу залучення власних фінансових ресурсів з внутрішніх джерел, визначення доцільності формування власних фінансових ресурсів із зовнішніх джерел, управління залученням позикових фінансових коштів, оптимізацію структури джерел формування ресурсного фінансового потенціалу суб'єкта господарювання

Продовження табл. 1.2

1	2
Забезпечення найефективнішого використання фінансових ресурсів	Оптимізація розподілу сформованого обсягу фінансових ресурсів передбачає визначення необхідної пропорційності у їхньому використанні на цілі виробничого і соціального розвитку підприємства, виплати необхідного рівня доходів власникам інвестованого капіталу тощо. Під час виробничого споживання сформованих фінансових ресурсів у розрізі головних напрямів діяльності підприємства повинні бути враховані стратегічні цілі його розвитку та можливий рівень віддачі вкладених коштів
Оптимізація грошового обігу	Це завдання вирішують за допомогою ефективного управління грошовими потоками підприємства в процесі кругообігу його коштів, забезпеченням синхронізації обсягів надходження і витрачання грошових коштів за окремими періодами, підтримкою необхідної ліквідності його оборотних активів. Одним з результатів такої оптимізації є мінімізація середнього залишку вільних грошових активів, що забезпечує зниження втрат від їхнього неефективного використання та інфляції
Оптимізація витрат	Оптимізація витрат означає максимальне зменшення витрат до рівня, коли їх буде достатньо для того, щоб це не впливало на якість товарів (робіт, послуг). Серед головних напрямів економії коштів виділяють удосконалення системи управління витратами, забезпечення зростання товарообігу і вдосконалення його структури, підвищення ефективності використання основних засобів, оптимізацію структури обігових коштів; підвищення продуктивності праці; удосконалення технологічного процесу
Забезпечення максимізації прибутку підприємства	Максимізації прибутку досягають завдяки ефективному управлінню активами підприємства, залученню в господарський обіг позикових фінансових коштів, вибору найефективніших напрямів операційної та фінансової діяльності. У цьому разі для досягнення цілей економічного розвитку підприємство повинно максимізувати не балансвий, а чистий прибуток, який залишається в нього. Збільшення рівня прибутку, звичай, пов'язане із суттєвим зростанням рівня фінансових ризиків. Тому максимізацію прибутку потрібно забезпечувати в межах допустимого фінансового ризику, конкретний рівень якого визначають власники або менеджери підприємства з урахуванням їхнього фінансового менталітету
Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику	Якщо рівень прибутку підприємства заданий або спланований заздалегідь, то важливим завданням є зниження рівня фінансового ризику, що забезпечує отримання цього прибутку. Таку мінімізацію можна забезпечити диверсифікацією видів операційної та фінансової діяльності, а також портфеля фінансових інвестицій; профілактикою й уникненням окремих фінансових ризиків, ефективними формами їхнього внутрішнього і зовнішнього страхування
Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства	Фінансова рівновага має високий рівень фінансової стійкості і платоспроможності підприємства на всіх етапах його розвитку та забезпечена побудовою оптимальної структури капіталу й активів, ефективними пропорціями в обсягах формування фінансових ресурсів з різних джерел, достатнім рівнем самофінансування інвестиційних потреб

Закінчення табл. 1.2

1	2
Запобігання банкрутству (антикризове управління)	В антикризовому фінансовому управлінні необхідно зважати на таке: кризи можна передбачати, очікувати і викликати; їх певним чином можна прискорювати, випереджати, відсувати; до криз можна і необхідно готуватися; їх можна пом'якшувати; управління за умов кризи потребує особливих підходів, спеціальних знань, досвіду і мистецтва; кризові процеси можуть бути до визначеної межі керованими; управління процесами виходу з кризи здатне прискорювати ці процеси і мінімізувати їхні наслідки

Фінансовий менеджмент реалізує головну мету і завдання, виконуючи певні функції. Вони спрямовані на реалізацію функцій фінансів підприємства, їх конкретизують з урахуванням особливостей управління окремими аспектами його господарської діяльності.

Прояв функціональності фінансового менеджменту є аналогічним до менеджменту загалом, однак вони відрізняються об'єктом та суб'єктами управління. До функцій фінансового менеджменту належать: фінансове планування і прогнозування, організація фінансової роботи, регулювання фінансових відносин, фінансова координація структурних підрозділів підприємства, фінансове стимулювання, контроль фінансово-господарської діяльності. Розглянемо їх детальніше.

1. *Фінансове планування і прогнозування* у фінансовому менеджменті відіграють важливу роль. Адже щоб дати розпорядження, треба скласти завдання, програму дії, для чого розробляють плани фінансових заходів щодо отримання доходів, ефективного використання фінансових ресурсів. Функція управління – фінансове планування – охоплює весь комплекс заходів з вироблення планових завдань і їхнього втілення в життя. Щоб це було успішним, виробляють методику формування фінансових планів, у яких відображають доходи, витрати і фінансові результати виробничої та інших видів господарської діяльності. Фінансові плани передбачають на планований період формування й витрачання грошових коштів, зумовлюючи весь процес управління фінансами суб'єкта господарювання. Прогнозування передбачає розроблення на тривалу перспективу змін фінансового стану об'єкта загалом і його різних частин. Особливістю фінансового прогнозування є альтернативність у побудові фінансових показників та параметрів, що визначає варіантність розвитку фінансового стану об'єкта управління на підставі визначених тенденцій. Прогнозують способами екстраполяції минулого в майбутнє з урахуванням експертної оцінки тенденції зміни та прямого передбачення змін. Ці зміни можуть виникнути несподівано. Управління на підставі їхнього передбачення потребує вироблення у фінансового менеджера певного чуття ринкового механізму та інтуїції, а також застосування гнучких екстрених рішень.
2. *Функція організації фінансової роботи* зводиться до об'єднання людей, що спільно реалізують фінансову програму за допомогою певних правил і техно-

логій. Ідеться про створення органів управління, побудову структури апарату управління, визначення взаємозв'язку між управлінськими підрозділами, розроблення норм, нормативів, методик тощо. У ширшому розумінні ця функція припускає також вироблення нових методів дії на поліпшення результатів господарської діяльності.

3. *Регулювання у фінансовому менеджменті* – це вплив на об'єкт управління для досягнення стійкого стану фінансової системи в разі виникнення відхилення від заданих параметрів. Воно охоплює, головню, поточні заходи щодо усунення відхилень від термінів, планових завдань, визначених норм і нормативів.
4. *Координація у фінансовому менеджменті* передбачає узгодженість робіт усіх ланок системи управління, апарату управління і відповідних фахівців. Ця функція означає забезпечення єдності дій фінансових органів щодо усунення диспропорцій у передбаченому планом порядку формування і витрачання грошових коштів. Ці диспропорції виникають унаслідок змін господарських умов. Наприклад, в управлінні фінансами підприємств координація полягає в своєчасному виявленні причин невиконання фінансового плану і виробленні пропозицій щодо фінансового оздоровлення підприємства, дослідженні додаткових джерел фінансування та кредитування розвитку господарської діяльності, а також вирішенні тимчасових фінансових проблем.
5. *Фінансове стимулювання* передбачає спонукання працівників, у тому числі й фінансової служби, до зацікавленості в результатах праці. За допомогою стимулювання керують також розподілом матеріальних і суспільних цінностей залежно від кількості та якості витраченої праці. У сучасних економічних умовах використання матеріальної зацікавленості стало об'єктивною потребою. Діяльність працівників стимулюють, задовольняючи їхні суспільні, колективні й особисті інтереси. За ринкових умов стимулювання, як функція управління, об'єктивно впливає з головної мети підприємницької діяльності, пов'язаної з отриманням прибутку. Зацікавленість у кінцевих результатах фінансово-господарської діяльності може бути виражена в збільшенні оплати праці, отриманні дивідендів за акціями акціонерних товариств, запровадженні справедливої системи оподаткування, дотриманні економічно доцільних пропорцій у розподілі чистого прибутку підприємства на нагромадження і споживання. Стимулювання означає й певну матеріальну відповідальність за результати господарської діяльності. Конкретною формою матеріальної відповідальності працівників підприємств є застосування штрафів, позбавлення премій, звільнення з роботи в разі порушення трудової дисципліни.
6. *Контроль у фінансовому менеджменті* зводиться до перевірки організації фінансової роботи, виконання фінансових планів тощо. За допомогою контролю збирають інформацію про використання фінансових ресурсів, фінансовий стан об'єкта, розкривають додаткові резерви й можливості, вносять зміни у фінансові програми, в організацію фінансового менеджменту. Контроль передбачає й аналіз фінансових результатів.

Найважливішими аспектами господарської діяльності, які охоплює фінансовий менеджмент, є управління активами, інвестиціями, структурою капіталу, фінансовими результатами і ризиками тощо. З огляду на функції фінансового управління підприємством виділяють такі його *елементи* (рис. 1.5).

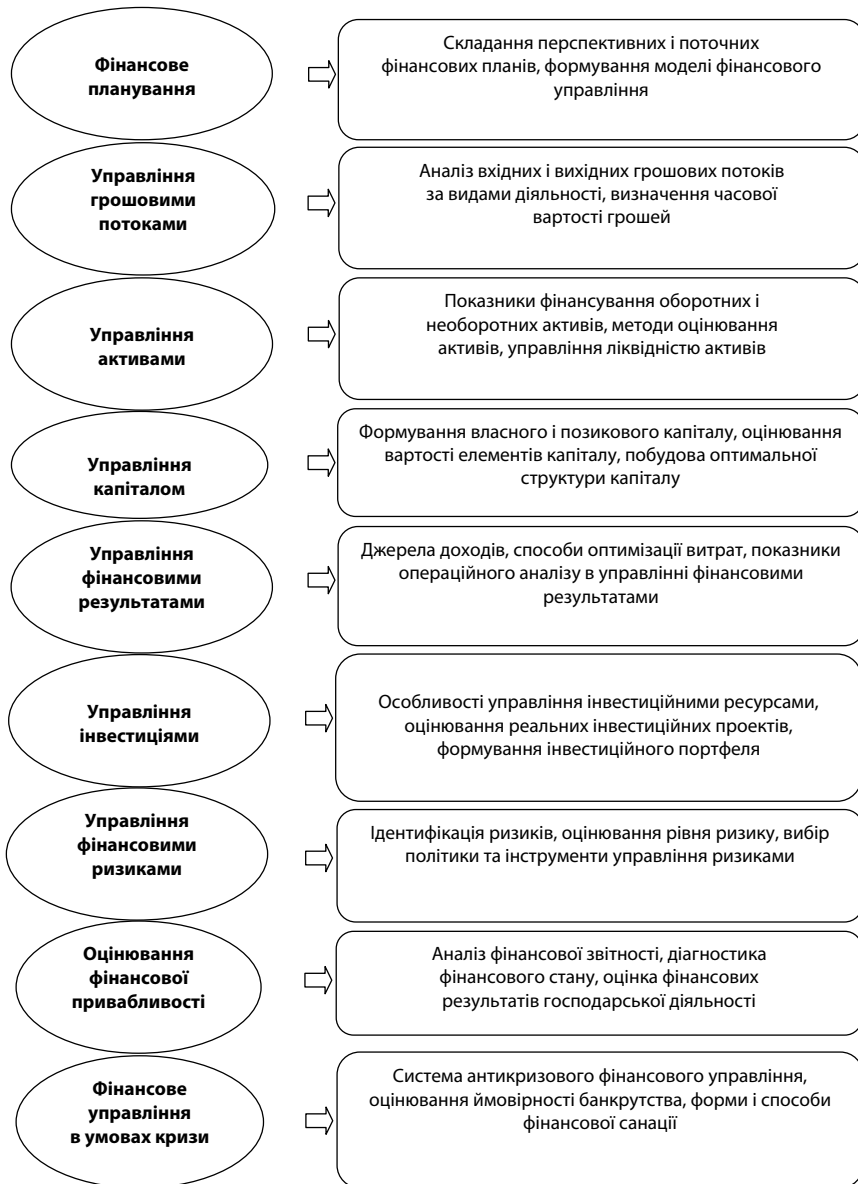


Рис. 1.5. Елементи фінансового управління

Доповнено до [18].

Отже, головним спрямуванням фінансового менеджменту є отримання максимальної вигоди від функціонування вкладеного капіталу і підприємства загалом в інтересах його власників.

1.3. Принципи фінансового менеджменту

Проблеми управління фінансами підприємств завжди були в центрі уваги науковців, особливо в мінливих економічних умовах, за яких можливі різноманітні ризики. Річ у тому, що управлінці – це, у переносному розумінні з банківської термінології, своєрідні топ-менеджери корпоративного сектора економіки: від їхньої кваліфікації і досвіду, уміння своєчасно ухвалювати відповідальні, інколи оригінальні, нетрадиційні рішення, залежить доля підприємств, на яких вони працюють, і, відповідно, усіх працівників.

На поведінку управлінців часто впливають різні суспільні чинники, у таких умовах фінансовим менеджерам дуже важко працювати, складно дотримуватися правил фінансового менеджменту, без яких неможливі загальні успіхи.

Головними *принципами* у вітчизняній практиці фінансового менеджменту вважають такі [1, с. 10]:

- принцип фінансової стратегії, що визначає можливість збалансування матеріальних та грошових ресурсів;
- принцип стратегії управління, тобто виявлення можливостей розширення виробництва, прогнозування інноваційних варіантів розвитку, пошук альтернативних способів ухвалення рішень, вибір нових форм фінансування;
- контроль за виконанням ухвалених рішень;
- урахування прогресивного досвіду в питаннях управління фінансами підприємств та його екстраполяція на майбутнє;
- орієнтація на ухвалення у найкоротші терміни рішень з фінансових питань;
- визначення непередбачуваних наслідків впливу зовнішніх чинників.

Класичні, на наш погляд, принципи фінансового менеджменту як поради свого часу запропонував англійський учений Р. Геллер. Вони наведені в книзі “Заповітна мрія менеджера”. Ці принципи фінансового менеджменту виглядають так [7]:

- 1) необхідно думати, перш ніж діяти, бо гроші люблять рахунок;
- 2) добре управління є наслідком доброї ідеї;
- 3) менеджер не доводить власної неправоти;
- 4) доходи мають перевищувати видатки;
- 5) вимоги до фінансового менеджменту більші, ніж його можливості;
- 6) менеджер або може зробити роботу, або не може;
- 7) якщо дії передбачають складні розрахунки, потрібно відмовитися від таких дій;
- 8) хибну ціль досягають хибними способами;

9) якщо пробувати зробити неможливе, все буде втрачено;

10) найліпший спосіб робити гроші – перестати їх губити.

Розглянемо, як діють ці принципи фінансового менеджменту в специфічних ринкових умовах господарювання України.

1. Необхідно думати, перш ніж діяти, бо гроші люблять рахунок.

Фінансовий менеджер є найманою особою. Подібно до того, як юрист у компанії захищає її правові інтереси, фінансовий менеджер повністю несе відповідальність за фінансовий стан підприємства. Розкриваючи суть цього принципу, до слів Р. Геллера “гроші люблять рахунок” можна додати, що “гроші не твої”, тобто не належать фінансовому менеджеру. Фінансовий менеджер, перш ніж ухвалювати відповідальні рішення, мусить добре обдумати, які від цього будуть наслідки.

Шлях до успіху фінансового менеджера можна розділити на два важливі етапи.

Перший етап: фінансовий менеджер вивчає підприємство, на якому працює. На цьому етапі він повинен повністю ввійти в довір'я керівництва. Цей термін може бути різним, що залежатиме від досягнутих менеджером результатів. Він мусить дбати про капітал власників, ухвалювати нестандартні рішення. На цьому етапі можливі різні випадки, коли фінансового менеджера випробовують на рівень знань, уміння давати об'єктивну оцінку кожній ситуації, швидкість ухвалення рішення, рівень компетентності тощо. Фінансовий менеджер повинен якщо не примножити капітал, то хоча б не розтратити його.

Може бути й така ситуація, коли у деяких фінансових менеджерів ніколи не настає другий етап, тобто менеджер не виправдав довір'я власників. Тоді, зрозуміло, на цьому підприємстві йому немає місця для праці. Проте розглянемо оптимістичний варіант: у фінансового менеджера є добра базова освіта; він уміє орієнтуватися в макроекономічній ситуації, аби давати реальні пропозиції щодо перспектив розвитку підприємства; менеджер може швидко ухвалювати реальні та якісні рішення. На цьому завершується перший етап перебування фінансового менеджера на посаді.

На другому етапі керівництво, повністю довіряючи фінансовому менеджеру, не тільки дозволяє використовувати весь фінансовий потенціал, а й впускає менеджера у вузьке коло управлінців. У цьому разі навіть можлива ситуація, що менеджеру запропонують придбати привілейовані акції, звичайно, зробивши поправку у його правовий статус, адже відомо, що власник привілейованої акції не має права брати участь в управлінні. За цих умов, коли капітал менеджера є частиною фінансових активів підприємства, фінансовий менеджер, зрозуміло, буде ще більше сил та енергії віддавати власній справі, аби його капітал постійно зростав. Інтереси фінансового менеджера й інших власників підприємства збігаються.

В Україні, у процесі нагромадження капіталу, яке часом відрізняється від класичного, фінансові менеджери, не маючи тривалого досвіду, здебільшого виконують обов'язки, спираючись на знання, інтуїцію та пам'ятаючи, що довірені фінансові активи – це не їхні гроші. Щоб увійти в довір'я власників капіталу,

працюють з віддачею і, отже, їхній шлях до успіху майже не відрізняється від класичних варіантів.

2. Добре управління є наслідком доброї ідеї.

Уважаємо, що добре управління, добрі ідеї можливі на підприємстві, де є добрий фінансовий менеджер. Будь-який підприємницький успіх – це результат колективної дії управлінців, передусім фінансового менеджера.

Коли фінансовий менеджер влаштовується на роботу, він ще не знає, які ідеї треба буде продукувати в процесі господарської діяльності. Специфіка функціонування підприємств є різною, навіть якщо працюють в одній галузі економіки, де діють усталені принципи й передбачувані ризики. Суть у тому, що на кожному підприємстві є власний управлінський персонал. Фінансовий менеджер старанно вивчає колектив, у якому йому доведеться працювати, зростати та шукати ліпших шляхів у перспективі. Звичайно, що ідеальним є колектив одностайців. Тут, до речі, важлива структура управлінського персоналу щодо чотирьох людських рис, тобто типів людей: меланхоліки, сангвініки, флегматики, холерики. Оптимальне поєднання управлінців за цими ознаками є чи не найважливішим критерієм підбору фінансової команди.

В Україні ще, на жаль, не враховують цього важливого класичного чинника. Усе відбувається підсвідомо, інтуїтивно. Добра ідея може з'явитися несподівано або її виношують деякий час. Найважливіше те, наскільки ця ідея наближена до реальних подій, бо інакше вона виявиться "мертвою".

3. Менеджер не доводить власної неправоти.

Цей принцип треба розуміти так, що менеджера розглядають як високопрофесійну особу, з доброю базовою освітою і певним досвідом роботи. Менеджер завжди має бути на висоті, інтуїтивно передбачати майбутні запитання, які можуть йому ставити зацікавлені інвестори, і відповідь на ці запитання має бути миттєвою, правдиво переконливою.

Однак дуже часто фінансовий менеджер опиняється в ситуації, коли його не розуміють на підприємстві. На перший погляд, складається враження, що аргумент менеджера не є переконливим, отже, закрадається думка про його неправоту. Проте це не так. Маючи достатньо інформації й оперуючи тільки переконливими фактами, фінансовий менеджер спочатку в вузькому колі управлінського персоналу доповідає про можливі варіанти реалізації програм (проектів) використання вільного фінансового капіталу. Власні думки він аргументує конкретними цифрами. (Ми не розглядаємо варіанта, коли керівництво погоджується з програмою, викладеною фінансовим менеджером. Треба довести, чому власне менеджер ніколи не доводить своєї неправоти). Якщо вже так сталося, і колективу управління підприємством недостатньо аргументів фінансового менеджера, йому пропонують виступити на широкому зібранні, тобто перед усім трудовим колективом або на загальних зборах акціонерів.

За таких обставин можливі два варіанти. Перший, коли фінансовий менеджер успішно переконав акціонерів у правильності, надійності й доцільності обраного

варіанта вкладення вільного капіталу. Якщо ж і збори акціонерів “не зрозуміли” правдивої суті виголошеного ним проекту, то в подальшій поведінці менеджера розкривається суть третього принципу: менеджер ніколи не доводить власної неправоти. Річ у тому, що фінансовий менеджер (треба так розуміти) завжди має рацію, тобто його ідеї, втілені в конкретну програму чи проект, є глибоко аргументованими. Його не змогли зрозуміти, бо фінансовий менеджер, як добрий шахіст, мусить уміти розраховувати більше кроків наперед порівняно з іншими управлінцями.

Тоді фінансовий менеджер залишає всі проекти з розрахунками, пише заяву на звільнення, однак додає, що нехай керівництво ризикне й один із проектів втілить у життя та через деякий час переконається в тому, що він усе добре розрахував. У цьому разі менеджер дає згоду повернутися знову на роботу, та з умовою, що його заробітна плата має бути більшою від попередньої (наприклад, скоригованою на коефіцієнт 1,2–1,3).

Зрозуміло, що в Україні фінансовий менеджер теж може так діяти, якщо він має альтернативне місце праці як висококваліфікований спеціаліст.

4. Доходи мають перевищувати видатки.

Цей принцип є загальним. Якщо підприємець вибрав напрям підприємницької діяльності, у якій доходи не покривають видатків, то, зрозуміло, що постає питання: чи варто взагалі вибирати саме такий напрям діяльності? У щоденній боротьбі за виживання в ринкових умовах перемагає завжди сміливіший і спритніший, та, на жаль, не завжди справедливіший. Це стосується умов господарювання в Україні, де інколи, намагаючись втриматися в бізнесі й спробувати всі допустимі форми та прийоми, що вписуються в поняття нормативно-правового забезпечення, підприємець “змушений” працювати, по-своєму розуміючи це забезпечення. Адже найважливіше – прибуток – кінцева мета кожного підприємця і фінансового менеджера.

Залежно від макроекономічної ситуації фінансовий менеджер планує відповідні мікроекономічні показники. Звичайно, що в разі ігнорування менеджером поточної ситуації в державі підприємство може і не покрити видатків отриманими доходами.

Важливу роль відіграє чинник ціни. Використовуючи всі наявні методи і форми фінансування, потрібно не забувати про термінові контракти, які завжди треба виконувати з дотриманням рівня цін у момент укладення таких угод.

Найнебезпечнішими у цій ситуації можуть бути фінансові ризики: це несподівана зміна податкових ставок, що не раз простежувалося в історії незалежності України; зміна валютних курсів та курсу цінних паперів, які негайно відображаються на доходах відповідних підприємств тощо.

Щоб забезпечити постійне надходження коштів на розрахунковий рахунок, фінансовий менеджер повинен знати життєвий цикл товарів чи послуг, які надає його підприємство. Він, використовуючи графіки життєвого циклу товарів (по-

слуг), тобто інформацію від маркетингової служби, зобов'язаний інформувати керівництво про необхідність розроблення і запровадження нових видів продукції (послуг) чи підвищення їхньої якості для забезпечення постійного доходу завдяки поступовому переходу виробництва й реалізації інших видів продукції (послуг), які б відповідали мінливим умовам ринку.

5. Вимоги до фінансового менеджменту більші, ніж його можливості.

Керівництво підприємства, де працює фінансовий менеджер, завжди ставить перед ним певні завдання. Ці завдання постійно зростають.

Якщо в державі панує фінансова стабільність, яка впливає зі стабільної макроекономічної ситуації, а також якщо макрофінансова політика не змінюється щороку, є прозорою і можна вірогідно розрахувати мікроекономічні показники, то фінансовий менеджер також може постійно виконувати щораз більші завдання власників капіталу.

В Україні, де на фінансовий менеджмент впливають такі чинники, яких немає в інших державах, або їхній вплив є сильнішим (це політичні чинники, наявність рейдерства, вимушене патрунування тощо), виконувати поставлені завдання набагато важче. У цій ситуації більше потрібні не фахові спеціалісти в галузі фінансів, а спритні особи, які добре орієнтуються в поточній політичній ситуації і мають в усіх колах своїх представників. Цей науковий принцип, на жаль, не працює в Україні та в інших пострадянських державах.

6. Менеджер або може зробити роботу, або не може.

Це також загалом логічний принцип. Звичайно, наука фінансового менеджменту завжди розглядає оптимістичний варіант. Проте в житті бувають ситуації, коли менеджери не виправдовують надії керівництва. Це можуть бути не стільки надзвичайні ситуації (про них у наступному принципі), скільки несподівані. Цей принцип тісно переплетений з попереднім. Якщо в суспільстві переважають силові методи управління, у ньому ігнорують дію об'єктивних чинників, не виконують без покарання взяті зобов'язання, нема достатнього правового забезпечення тощо, то фінансовий менеджер не може впливати на ситуації, і тоді блокується дія всіх фінансових методів та важелів.

Зрозуміло, що за таких умов фінансовий менеджер не зможе виконати роботу добре. Успішні дії фінансового менеджера нерозривно пов'язані зі ступенем демократії в державі, коли не виникає суперечностей між нормативно-правовим забезпеченням функціонування підприємництва і фактичним ставленням влади до бізнесу.

7. Якщо дії передбачають складні розрахунки, то потрібно відмовитися від таких дій.

Що ж це за такі складні розрахунки, які не може виконати фінансовий менеджер? Зрозуміло, що таємниця не в складності розрахунків, бо сьогодні вища школа та й самостійна робота фінансового менеджера спрямовані на те, щоб якнайскладніші розрахунки менеджер умів виконати із застосуванням різних

методів і прийомів фінансового аналізу. Суть цього принципу полягає в тому, що фінансовий менеджер інколи потрапляє в ситуацію, де він представляє корпоративні інтереси, однак під руками не має жодної сучасної техніки, а від нього вимагають конкретної швидкої відповіді на конкретне питання. Від правильності відповіді залежатиме майбутнє підприємства. Ризик тут дуже великий. Потрібна коротка консультація з керівником компанії.

Фінансовий менеджер задля інтересів підприємства змушений відіграти визначену роль до логічного завершення: він миттєво продумує різні варіанти, які дають йому змогу, з одного боку, відповісти на поставлені питання, а з іншого, – не зрадити інтересів власників капіталу.

Отже, тут ідеться не про нездатність фінансового менеджера виконувати складні розрахунки, а про екстремальну ситуацію, у якій опиняється менеджер, проте, як досвідчений фахівець, він виходить з неї успішно. Також складні розрахунки потребують витрат часу, що може призвести до значних фінансових втрат у роботі фінансового менеджера.

В Україні такі несподівані ситуації є типовими.

8. Хибну ціль досягають хибними способами.

У фінансовому менеджменті, як і в підприємстві загалом, не повинно офіційно фігурувати поняття "хибна ціль", тобто фінансовий менеджер, з одного боку, не може отримувати нереальні завдання, пов'язані з порушенням нормативно-правового забезпечення функціонування підприємства, а з іншого, – не повинен виконувати такі завдання.

Практика господарювання загалом і в Україні зокрема свідчить, що дуже часто в гонитві за прибутками фінансові менеджери отримують від керівництва нереальні завдання. Для того, аби не втратити роботу, менеджери змушені застосовувати різні хибні шляхи.

Одним із прикладів таких шляхів може бути перехід на роботу до конкурента з метою пошкодити його бізнесу. Іншим прикладом може бути неklasична поведінка на фондовому ринку, коли всупереч логіці підставний брокер, який має власне хибну ціль, веде себе неадекватно, наприклад, скуповує акції тоді, коли їх треба позбутися, або, навпаки, купує безнадійні фінансові активи. Такі "ігри" відомі у фінансовому світі і в Україні.

9. Якщо спробувати зробити неможливе, все буде втрачено.

Цей принцип можна пояснити теорією граничної корисності. Наприклад, перед виконанням факторингової угоди, тобто сплатою рахунка-фактури факторингова компанія старанно вивчає кожний рахунок, а не просто оплачує його, оскільки можлива ситуація, коли клієнт компанії виставив рахунок на оплату такої партії товару, яка не потрібна (є завеликою) на товарній чи фондовій біржі. Якщо фактор-компанія не вивчить маркетингу, потреби ринку, оплатить повністю поставлені клієнтом рахунки, то вона обов'язково прогорить.

Аналогічно не можна ставити нереальні завдання технологічній і виробничій службам підприємства. Де нема наукових розрахунків, там обов'язково допускають помилки, які ведуть до втрати активів.

10. Найліпший спосіб робити гроші – перестати їх губити.

Зазначимо, що слово "губити" не означає загубити гроші по дорозі до банку чи з банку до підприємства, а надаремно витратити, без користі. Коли фінансовий менеджер успішно реалізовує проект кілька разів підряд, він добре знає, що його конкурент не дремає, тому повинен поділитися успіхом з конкурентом, тобто дати змогу і конкурентові виграти, однак успішно реалізувати програму. Це подібно до гри в карти. Річ у тому, щоб не віддати конкурентові остаточний або козирний виграш. Це інтуїтивно відчуває досвідчений фінансовий менеджер. Тому останній принцип треба розуміти не дослівно, а як спробу дати змогу конкурентові відчути, що він також успішний у бізнесі, та остаточний виграш зарезервувати за собою завдяки добре обдуманій комбінації, яку приховують під "перестати губити гроші".

Отже, у сучасних умовах розвитку фінансового менеджменту в Україні всі десять принципів фінансового менеджменту застосовують на практиці з різним успіхом. Усе залежить від рівня підготовленості фінансового менеджера до роботи за спеціальністю, тобто від його базової освіти, володіння макроекономічною ситуацією, уміння швидко реагувати на мінливі умови ринку і, звичайно, від успішності.

1.4. Функціональні обов'язки фінансового менеджера

Відповідальною за якість управління фінансами на підприємстві є служба фінансового менеджменту. Залежно від розміру підприємства та інших ознак ця служба може складатися з однієї особи, коли йдеться про мале підприємство, або з групи спеціально підготовлених фахівців у фінансовій сфері, яку очолює фінансовий менеджер.

Фінансовий менеджер – це висококваліфікований спеціаліст у фінансовій сфері, першокласний аналітик, який володіє всіма відомими методами економічного й фінансового аналізу, вміє виявляти причини відхилень від запланованих і нормативних значень аналізованих показників та, найважливіше, як фінансовий ерудит, знає, які необхідно прийняти фінансові рішення у відповідальний момент. Він завжди балансує між такими важливими кінцевими результатами, як прибуток підприємства, вартість його активів, конкретні доходи всіх власників капіталу. Водночас однією з найважливіших ланок роботи фінансового менеджера є забезпечення господарської діяльності необхідними фінансовими ресурсами.

Добре управління фінансами підприємства – це мистецтво висококваліфікованого фінансиста у гострій конкурентній боротьбі зберегти високий рівень прибутковості підприємства, найліпшу його репутацію, значні доходи всіх учасників капіталу з найменшими ризиками.

Фінансовий менеджер, дотримуючись усіх відомих принципів фінансового менеджменту, у найвідповідальніший для підприємства момент, наприклад, під час найліпшої позиції на ринку, коли на його продукцію є найбільший попит, повинен ухвалювати необхідне рішення або про освоєння нових видів продукції (пам'ятаючи про графіки життєвого циклу товарів), або про їхню модернізацію, щоб у майбутньому забезпечувати постійне надходження грошових коштів на розрахунковий рахунок.

Незважаючи на те, що лізинг і факторинг є переважно формами фінансування малого й середнього бізнесу, фінансовий менеджер з урахуванням реальності бізнес-процесів, макроекономічної ситуації може і повинен використовувати ці форми фінансування на більших підприємствах, які є способом мобілізації коштів на найнеобхідніші потреби.

У розумінні змістовного наповнення функцій фахівця з управління фінансами підприємства можна виділити два підходи [16, с. 18–19].

Перший підхід: фінансовий менеджер як фахівець, який забезпечує зв'язок великих підприємств з ринками капіталу. Згідно з цим підходом фінансовий менеджер є зовнішнім суб'єктом стосовно підприємства, яке наймає його для виконання специфічних операцій на ринку капіталу, зокрема, операцій інвестування – позик та операцій спекулятивного характеру.

Другий підхід: фінансовий менеджер – працівник підприємства, який відповідає за вагомі рішення у сфері інвестування та фінансування. З цього погляду фінансовий менеджмент передбачає практичну роботу, яку виконує фахівець, з управління його внутрішніми і зовнішніми фінансовими потоками. У цій ситуації функції фінансового менеджера визначені діяльністю в таких сферах:

- загальний фінансовий аналіз і планування, у межах якого формулюють загальну фінансову стратегію (ключове питання: чи сприятливе становище підприємства на ринках благ і факторів виробництва та які заходи спричиняють його непогіршення?);
- поточне управління коштами, за якого фінансують поточну діяльність та організацію грошових потоків, що забезпечують платоспроможність підприємства і ритмічність поточних платежів (ключове питання: чи забезпечують грошові потоки ритмічність платіжно-розрахункової дисципліни?);
- управління фінансовою діяльністю, що забезпечує рентабельну роботу в середньому (ключове питання: чи ефективно працює підприємство?);
- управління інвестиційною діяльністю, яку розуміють у широкому значенні як інвестиції в реальні та фінансові активи (ключове питання: куди вкласти фінансові ресурси з найбільшою ефективністю?);
- управління джерелами фінансових ресурсів як сфера діяльності управлінського апарату, що має на меті забезпечення фінансової стійкості підприємства (ключове питання: звідки взяти необхідні фінансові ресурси?).

З огляду на це **функціональними обов'язками фінансового менеджера** є:

- організація фінансової роботи на підприємстві;
- розроблення планів, прогнозів, проектів вкладення капіталу;
- оцінювання різних варіантів вкладення капіталу з урахуванням ступеня ризику й обсягу отриманого прибутку, вибір оптимального варіанта;
- управління активами, пасивами, фінансовими ризиками на підприємстві;
- проведення валютної та кредитної політики на мікрорівні;
- аналіз фінансового стану суб'єкта господарювання;
- контроль за виконанням запланованих фінансових показників.

Вимоги до фінансового менеджера можна узагальнити в зразковій посадовій інструкції. Відповідно до функцій, які виконують фінансові менеджери, формулюють головні положення їхньої кваліфікаційної характеристики.

Кваліфікаційна характеристика фінансового менеджера передбачає до нього вимоги у сфері теоретичної підготовки і практичних навичок роботи. Вона містить два розділи: "повинен знати" та "повинен уміти".

Фінансовий менеджер *повинен знати*:

- теорію менеджменту і фінансового менеджменту;
- теорію фінансів, кредиту і грошового обігу;
- бухгалтерський облік;
- економічну статистику, чинну статистичну звітність;
- чинне законодавство України в галузі фінансової, кредитної, валютної, банківської і біржової діяльності;
- базові нормативно-правові документи з міжнародних розрахунків і зовнішньоекономічної діяльності;
- види цінних паперів і порядок їхнього обігу;
- правила й порядок проведення операцій на внутрішньому фінансовому ринку України;
- основи ведення операцій на міжнародному фінансовому ринку;
- важливі аспекти економіки суб'єкта господарювання;
- методологію й методику економічного аналізу;
- діловодство й кореспонденцію.

Водночас фінансовий менеджер *повинен уміти*:

- читати бухгалтерський баланс;
- тлумачити статистичну, бухгалтерську й оперативну звітність суб'єкта господарювання;
- розумітися на фінансовій інформації, у тому числі закордонній;
- аналізувати результати виробничо-торговельної й фінансової діяльності суб'єкта господарювання;
- оцінювати економічну ефективність заходів з вкладення капіталу;
- прогнозувати результати вкладання капіталу, оцінювати їх і ухвалювати остаточні фінансові рішення;

- розробляти програми використання фінансових ресурсів;
- складати фінансові плани;
- складати звіт про використання фінансових ресурсів і виконання показників фінансового плану;
- готувати документи з фінансових питань для подання їх до банку, фіскальної служби та інших органів управління;
- вести листування з фінансових питань з органами управління та іншими суб'єктами господарювання;
- контролювати виконання показників фінансових планів і фінансових програм, ефективно використання фінансових ресурсів, основних засобів, нематеріальних активів, оборотних коштів.

Фінансовий менеджер повинен використовувати всі наявні методи і форми фінансування бізнесу. Також він змушений завжди пам'ятати про те, що вартість підприємства має постійно зростати, і тоді обов'язково збільшуватимуться доходи всіх власників за мінімізації фінансового ризику.

1.5. Головні показники у фінансовому менеджменті

Увесь фінансовий світ у ході дослідження фінансових відносин використовує арсенал фінансових показників. У наступних розділах книги ці показники розкриті повніше. Тут наведемо головні показники, якими сьогодні оперують фінансові менеджери:

- 1) додана вартість;
 - 2) бруто-результат експлуатації інвестицій;
 - 3) нетто-результат експлуатації інвестицій;
 - 4) економічна рентабельність;
 - 5) комерційна маржа і коефіцієнт трансформації.
1. **Додана вартість** за змістом є різницею між вартістю виробленої продукції з урахуванням збільшення запасу готової продукції, витрат на реалізацію, неоперативних доходів, а також продукції для внутрішнього споживання й вартості матеріальних активів, які споживали. Додану вартість виражають формулою

$$ДВ = (ЗГП + ВРП + ДЗ + ПД + ІП) - МВ, \quad (1.1)$$

де ДВ – додана вартість; ЗГП – запаси готової продукції; ВРП – виторг від реалізації готової продукції; ДЗ – дебіторська заборгованість; ПД – усі податкові платежі; ІП — інші платежі, сплачені підприємством (наприклад, орендна плата); МВ – матеріальні витрати.

Тобто до доданої вартості додають:

- 1) вартість запасів готової продукції, якщо такі були на складах підприємства на початок звітного періоду;

- 2) вартість реалізованої продукції, яка охоплює всі витрати на закупівлю сировини, матеріалів, напівфабрикатів, енергетичних ресурсів та пов'язані з ними транспортно-заготівельні витрати, витрати на основну і додаткову заробітну плату основних працівників з нарахуваннями в соціальні фонди (ЄСВ), витрати на утримання устаткування, включаючи витрати на його амортизацію, витрати на заробітну плату персоналу структурних підрозділів підприємства (цехів), тобто загальновиробничі витрати, загальногосподарські витрати, позавиробничі витрати і прибуток підприємства. Ця частина доданої вартості є основною, вона формує її розмір;
 - 3) сплачену за аналізований період суму дебіторської заборгованості;
 - 4) суму податкових платежів, які сплачує підприємство державі;
 - 5) суми інших платежів за виконання/невиконання фінансових зобов'язань (перед державою та іншими юридичними особами).
2. **Брутто-результат експлуатації інвестицій** (БРЕІ) – проміжний результат ефективності використання вкладеного капіталу. Його зміст полягає у відображенні частини доходу підприємства після відрахування матеріальних і трудових (на оплату праці) витрат. БРЕІ виражають формулою

$$\text{БРЕІ} = \text{ДВ} - \text{ВОП}, \quad (1.2)$$

де БРЕІ – брутто-результат експлуатації інвестицій; ДВ – додана вартість; ВОП – витрати на основну і додаткову заробітну плату всіх працівників підприємства з соціальними нарахуваннями на фонд оплати праці (ЄСВ) (витрати, пов'язані з використанням праці).

Тобто показник брутто-результат експлуатації інвестицій – це додана вартість без витрат на оплату праці і відрахувань у різні соціальні фонди (ЄСВ).

3. **Нетто-результат експлуатації інвестицій** (НРЕІ) – валовий прибуток підприємства до відрахування відсотків за фінансовими зобов'язаннями і податків. Його відображають формулою

$$\text{НРЕІ} = \text{БРЕІ} - \text{ВВК}, \quad (1.3)$$

де НРЕІ – нетто-результат експлуатації інвестицій; БРЕІ – брутто-результат експлуатації інвестицій; ВВК – витрати на відновлення капіталу.

Тобто нетто-результат експлуатації інвестицій – це значення брутто-результату експлуатації інвестицій, зменшене на розмір витрат на реновацію (відновлення) основного капіталу, до яких належать амортизаційні відрахування та інші капітальні витрати.

Показник НРЕІ також визначають формулою

$$\text{НРЕІ} = \text{По} + \text{Вп}, \quad (1.4)$$

де НРЕІ – нетто-результат експлуатації інвестицій; По – прибуток до оподаткування; Вп – відсотки, що підлягають сплаті за позику.

Іншими словами, нетто-результат експлуатації інвестицій – це прибуток до оподаткування, збільшений на розмір витрат із заборгованості (суми сплати відсотків за кредит).

4. **Економічну рентабельність, або рентабельність активів**, обчислюють за допомогою таких формул:

$$EP = \frac{HPEI}{A - K3} \times 100 \%, \quad (1.5)$$

$$EP = \frac{Po + Bn}{A - K3} \times 100 \%, \quad (1.6)$$

де НРЕІ – нетто-результат експлуатації інвестицій; А – активи підприємства; КЗ – кредиторська заборгованість; По – прибуток до оподаткування; Вп – відсотки, що підлягають сплаті за позикові кошти.

Згідно зі специфікою функціонування фінансового механізму, підприємство може використовувати те, що йому не належить, і не може використовувати те, що належить (кредиторська і дебіторська заборгованість). Тому, коли йдеться про економічну рентабельність (рентабельність активів), потрібно від розміру активів віднімати суму кредиторської заборгованості підприємства. Це правило стосується практично всіх категорій фінансового менеджменту для тимчасового (короткого) періоду.

5. Для отримання ще двох показників фінансового менеджменту у формулі (1.5) виконаємо перетворення, помноживши її на дріб $\frac{Ob}{Ob}$, тобто на одиницю:

$$EP = \frac{HPEI}{A - K3} \times 100 \% \times \frac{Ob}{Ob}, \quad (1.7)$$

де НРЕІ – нетто-результат експлуатації інвестицій; А – активи підприємства; КЗ – кредиторська заборгованість; Об – оборот підприємства, який об'єднує виторг від реалізації продукції та всі інші позареалізаційні доходи, отримані протягом аналізованого періоду.

Це не змінить загального значення економічної рентабельності, однак дасть змогу отримати ще два показники – *комерційну маржу* і *коефіцієнт трансформації*. Для цього у формулі (1.7) чисельник першого дроби поділимо на знаменник другого дроби, а чисельник другого дроби – на знаменник першого дроби. Тоді отримаємо такі економічні показники:

$$KM = \frac{HPEI}{Ob} \times 100 \%. \quad (1.8)$$

Це комерційна маржа, тобто ефективність (рентабельність) кожного обороту реалізації продукції. Вона визначає, який нетто-результат експлуатації інвестицій припадає на кожну грошову одиницю обороту підприємства.

Формула

$$KT = \frac{Об}{A - KЗ} \quad (1.9)$$

відображає коефіцієнт трансформації кожної одиниці активу, або оборотність активів. Коефіцієнт дає змогу визначити, скільки грошових одиниць обороту отримують з однієї грошової одиниці активу.

Відповідно до цього, формулу економічної рентабельності (рентабельності активів) можна відобразити як добуток показників комерційної маржі та коефіцієнта трансформації:

$$EP = \frac{HPEI}{Об} \times 100 \% \times \frac{Об}{A - KЗ}, \text{ або } EP = K_M \times K_T. \quad (1.10)$$

У практичних розрахунках цих показників на підставі даних фінансової звітності можна застосувати й підхід від зворотного, тобто виходячи з розміру балансового прибутку (прибутку до оподаткування):

Балансовий прибуток + відсотки за кредитами, що сплачують із собівартості = HPEI;

HPEI + витрати на відновлення засобів виробництва = BPEI;

BPEI + витрати з оплати праці = додана вартість.

Вихідні значення елементів економічної рентабельності – підсумок активу, розмір кредиторської заборгованості – нескладно отримати безпосередньо з балансу підприємства.

Фінансова звітність дає змогу чітко визначити комерційну маржу та коефіцієнт трансформації. У практиці фінансового менеджменту також корисними будуть значення, розраховані на підставі чистого прибутку (замість HPEI у чисельнику зазначених показників).

Методологічний підхід до визначення комерційної маржі та коефіцієнта трансформації виявляє обернену залежність між ними — чим вище КМ, тим нижче значення КТ, і навпаки. Це означає, що на практиці для досягнення вищого рівня рентабельності не можна (без негативних наслідків для підприємства) збільшувати комерційну маржу (HPEI на одиницю обороту, що досягають через підвищення інтенсивності праці та засобів виробництва). Настільки небезпечно збільшувати й коефіцієнт трансформації (унаслідок скорочення активу, звільнення від усього, що безпосередньо зараз не працює на збільшення обороту).

Зрозуміло, що на КМ і КТ впливає специфіка галузі бізнесу (наприклад, фондомісткі й фондонемісткі типи виробництва). За значного обсягу активу на одиницю обороту підприємству набагато важче переміщуватися в іншу сферу.

Для обчислення наведених показників також важливо використовувати середні або середньохронологічні значення параметрів господарської діяльності, що дасть змогу підвищити точність отриманих результатів.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Розкрийте сутність фінансового менеджменту. Що є метою і завданнями фінансового управління підприємством?
2. Проаналізуйте функції фінансового менеджменту як важливої ланки управління господарською діяльністю.
3. Виділіть головні напрями організації та регулювання фінансової діяльності підприємств.
4. Охарактеризуйте методи та інструменти фінансового менеджменту у структурі фінансового механізму функціонування суб'єкта господарювання.
5. Розкрийте вплив внутрішніх і зовнішніх чинників на ухвалення фінансових рішень.
6. Перелічіть найважливіші принципи фінансового менеджменту. Розкрийте їхній зміст.
7. Обґрунтуйте необхідність фінансового менеджера в системі управління підприємством.
8. Визначте функціональні обов'язки фінансового менеджера. Наведіть перелік необхідних йому умінь та навиків.
9. Поясніть економічний зміст показників "додана вартість", "брутто-результат експлуатації інвестицій", "нетто-результат експлуатації інвестицій" та порядок їхнього розрахунку.
10. Проаналізуйте сутність економічної рентабельності та похідних показників у фінансовому управлінні підприємством.



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

1. Фінансовий менеджмент – це ...

- 1) форма управління процесами фінансування інвестиційної діяльності підприємства;
- 2) механізм акумуляції грошових коштів для фінансової діяльності підприємства;
- 3) система фінансових методів і прийомів для управління готівковими розрахунками підприємства;
- 4) система управління формуванням, розподілом та використанням фінансових ресурсів підприємства.

2. Що з наведеного визначає головну мету фінансового менеджменту:

- 1) отримання прибутку внаслідок фінансової діяльності підприємства;
- 2) довготермінова прибутковість інвестиційної діяльності підприємства;
- 3) забезпечення добробуту власників підприємства в поточному та майбутньому періодах;

- 4) формування достатнього обсягу фінансових ресурсів на підприємстві у короткотривалому періоді.

3. Зовнішніми чинниками, що впливають на ухвалення фінансових рішень, є ...

- 1) стабільність законодавства;
- 2) рівень економічної активності країни;
- 3) розвиненість фінансового ринку;
- 4) усі перелічені.

4. Важливими методами фінансового менеджменту є ...

- 1) планування, страхування, система розрахунків, кредитування;
- 2) факторинг, оренда, лізинг, ціна;
- 3) трастові операції, податкові платежі, пайові внески;
- 4) амортизаційні відрахування, дисконт, обліковий відсоток.

5. Головними важелями фінансового менеджменту є ...

- 1) планування, страхування;
- 2) система розрахунків, кредитування;
- 3) факторинг, оренда, лізинг;
- 4) оподаткування, ціноутворення.

6. Функціональними обов'язками фінансового менеджера є ...

- 1) організація фінансової роботи на підприємстві; розроблення фінансових планів, прогнозів, проектів вкладення капіталу;
- 2) оцінювання різних варіантів вкладення капіталу з урахуванням ступеня ризику і розміру отриманого прибутку, вибір оптимального варіанта;
- 3) управління активами, пасивами, фінансовими ризиками на підприємстві;
- 4) усе перелічене.

7. Зміст показника додана вартість полягає в тому, що ...

- 1) додана вартість – це вартість новоствореної одиниці продукції;
- 2) додана вартість – це різниця між вартістю виробленої продукції (з урахуванням її запасів, неопераційних доходів) і сумою матеріальних витрат;
- 3) до доданої вартості включають виплати до державних соціальних фондів, оплату праці, відсотки за кредит, прибуток на вкладений капітал;
- 4) в усьому переліченому.

8. Брутто-результат експлуатації інвестицій – це ...

- 1) рентабельність капіталу підприємства;
- 2) додана вартість, зменшена на суму витрат з оплати праці;
- 3) додана вартість, зменшена на суму витрат на відновлення основного капіталу;
- 4) додана вартість, зменшена на суму матеріальних витрат підприємства.

9. Нетто-результат експлуатації інвестицій – це ...

- 1) чистий прибуток підприємства;
- 2) брутто-результат експлуатації інвестицій, зменшений на суму витрат на відновлення основних засобів;

- 3) бруто-результат експлуатації інвестицій, зменшений на суму витрат з оплати праці;
- 4) бруто-результат експлуатації інвестицій, зменшений на суму матеріальних витрат.

10. Економічну рентабельність підприємства можна охарактеризувати як ...

- 1) співвідношення нетто-результату експлуатації інвестицій та активів підприємства;
- 2) прибутковість активів підприємства;
- 3) частку прибутку до оподаткування і сплати відсотків за кредит в активах підприємства;
- 4) усе перелічене.



ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ

Вид господарської операції	I	II	III
	тис. грн.		
Виторг від реалізації продукції	9 270 156	9 868 329	11 285 770
Дебіторська заборгованість	351 505	619 612	994 753
Матеріальні витрати	6 477 270	8 463 825	8 906 073
Витрати на оплату праці	517 577	539 476	387 424
Відрахування на соціальні заходи	182 669	197 105	139 604
Амортизація	106 293	145 686	476 097
Сплата відсотків за позиками	86 682	128 652	86 522
Сплата податку на прибуток	138 798	33 040	135 669
Вартість необоротних активів	2 191 439	3 278 517	3 873 874
Сума оборотних активів	1 216 209	2 383 835	2 223 254

Обчисліть та проаналізуйте головні показники фінансового менеджменту – додану вартість, бруто-результат експлуатації інвестицій, нетто-результат експлуатації інвестицій, економічну рентабельність (рентабельність активів), комерційну маржу і коефіцієнт трансформації.



ЛІТЕРАТУРА

1. Фінансовий менеджмент : підручник / Кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – К. : КНЕУ, 2005. – 536 с.
2. Брігхем Є. Ф. Основи фінансового менеджменту / Пер. з англ. В. Ф. Овсієнка та В. Я. Мусієнка. – К. : Молодь, 1997. – 1000 с.
3. Ніктбахт Е. Фінанси / Е. Ніктбахт, А. Гроппелі. – К.: Вік і Глобус, 1992. – 383 с.

4. Финансовый менеджмент : Теория и практика : учебник / Под ред. Е. С. Стояновой. – М. : Перспектива, 1996. – 405 с.
5. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
6. Управление бизнесом : Экспресс-курс для деловых людей / Авт.-сост. Г. В. Щекин. – 4-е изд. стереотип. – Киев : МАУП, 2004. – 232 с.
7. Ковалюк О. М. Адаптація класичних принципів фінансового менеджменту до сучасних умов господарювання в Україні / О. М. Ковалюк // Формування ринкової економіки. – 2012. – Вип. 26, ч. 1. – С. 300–305.
8. Уилсон П. Финансовый менеджмент в малом бизнесе / Пер. с англ. ; под ред. В. А. Микронова. – М. : Аудит, ЮНИТИ, 1995. – 269 с.
9. Финансовый менеджмент. Практикум : учеб. пособие для вузов / Л. А. Бурмистрова, Е. Ю. Ветрова, О. А. Жевеликова и др.; под ред. Н. Ф. Самсонова. – М. : ЮНИТИ – ДАНА, 2000. – 269 с.
10. Ковалюк О. М. Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики) : монографія / О. М. Ковалюк. – Львів : Видавничий центр ЛНУ імені Івана Франка, 2002. – 396 с.
11. Финансовое управление компанией / Общ. ред. Е. В. Кузнецовой. – М. : Фонд “Правовая культура”, 1996. – 384 с.
12. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами / Пер. с англ.; гл. ред. серии Я. В. Соколов. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 800 с.
13. Білик М. Д. Управління фінансами державних підприємств / М. Д. Білик. – К. : Т-во “Знання”, КОО, 1999. – 312 с.
14. Щокін Г. В. Практична психологія менеджменту : Як робити кар’єру. Як будувати організацію : наук.-практ. посібник / Г. В. Щокін. – К. : Україна, 1994. – 399 с.
15. Наука управляти : з історії менеджменту. Хрестоматія : навч. посібник / Упоряд. І. О. Слепов; пер. з рос. Л. І. Козій, М. І. Матрохіна, П. Л. Пиротенко. – К. : Либідь, 1993. – 304 с.
16. Рахимов Т. Р. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / Т. Р. Рахимов. – Томск : Изд-во Томского политехн. ун-та, 2012. – 264 с.
17. Рясних Є. Г. Основи фінансового менеджменту : навч. посібник / Є. Г. Рясних. – К. : Академвидав, 2010. – 336 с.
18. Гаркуша Н. М. Моделі і методи прийняття рішень в аналізі та аудиті : навч. посібник / Н. М. Гаркуша, О. В. Цуканова, О. О. Горошанська : 2-ге вид., стереотип. – К. : Знання, 2012. – 591 с.



- 2.1. Організація фінансового менеджменту на підприємстві.
- 2.2. Нормативно-правова база діяльності фінансового менеджера.
- 2.3. Інформаційне забезпечення фінансового управління.

2.1. Організація фінансового менеджменту на підприємстві

Фінансовий менеджмент є важливою складовою загальної структури управління підприємством. Саме позитивний кінцевий результат діяльності підприємства – прибуток як абсолютний показник – з одного боку, характеризує рівень професійності фінансових менеджерів, а з іншого, – ступінь довіри на підприємстві до фінансового менеджера і можливість реалізувати на практиці професійні здібності. Проте діяльність фінансового менеджера має бути скоординована з виробничим та іншими видами управління, бо інакше може виникнути дефіцит запасів сировини й матеріалів, комплектуючих виробів, а також кваліфікованих виробничих та управлінських кадрів тощо. Іншими словами, управління фінансами на підприємстві повинно відбуватися в організаційній єдності з управлінням постачанням на підприємство необхідних ресурсів, виробництвом продукції та її реалізацією. Загальний успіх управління фінансами – це ефективність діяльності усіх організаційних ланок підприємства.

Організаційне забезпечення фінансового менеджменту виражають за двома ознаками: ієрархічною і функціональною.

Побудова фінансових служб на підприємстві за *ієрархічною ознакою* показана на рис. 2.1.

Залежно від розміру підприємства ієрархічна структура може бути трирівневою, як це показано на рис. 2.1, і дворівневою, у якій фінансовій службі підприємства підпорядковані фінансові служби управління окремими підрозділами цього підприємства.

З погляду *функціональності* структуру фінансової служби суб'єкта господарювання відображено на рис. 2.2.

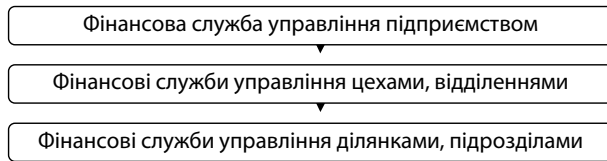


Рис. 2.1. Ієрархічний принцип побудови фінансової служби

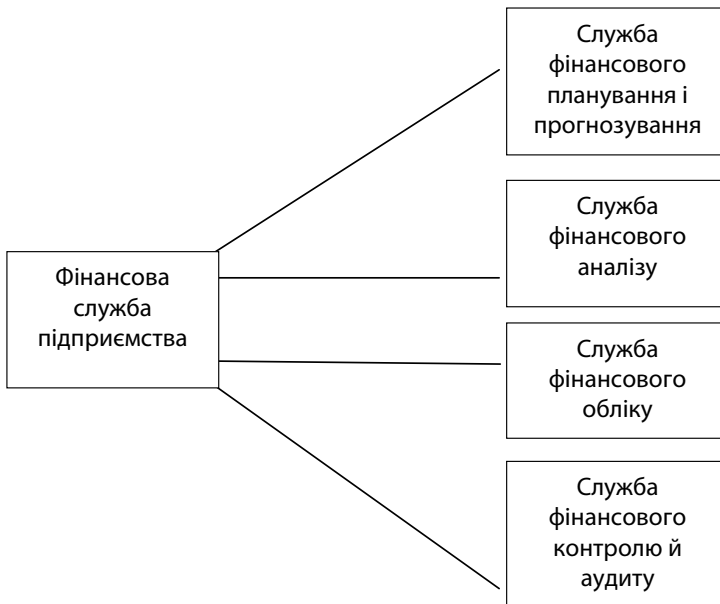


Рис. 2.2. Функціональний принцип побудови фінансової служби

Так само, як ієрархічна, функціональна ознака формування фінансової служби на підприємствах різних масштабів є неоднаковою. На малих підприємствах бухгалтер в одній особі може займатися фінансовим плануванням, прогнозуванням, фінансовим аналізом, фінансовим обліком і фінансовим контролем. На рис. 2.2 показано функціональну структуру фінансових служб великих і середніх підприємств.

В Україні на практиці часто функціонує ієрархічна схема фінансових служб, подібна до тих, що існували в адміністративно-командній економіці. Наприклад, у країнах з розвинутою ринковою економікою пріоритетне право підпису у фінансових документах має фінансовий директор, а в Україні це право належить

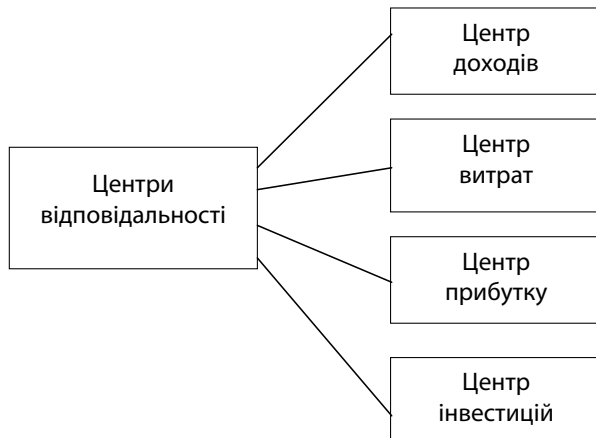


Рис. 2.3. Фінансові центри відповідальності (за Дж. Хіггінсом) в організаційній структурі управління підприємством

головному бухгалтеру, незважаючи на те, що він підпорядкований фінансовому директору.

Наприкінці XX ст. американський економіст Дж. Хіггінсон увів у організаційну структуру управління підприємством поняття “центри відповідальності” (рис. 2.3).

Центри відповідальності – це подальша деталізація фінансової служби підприємства на окремі складові, де кожний такий центр відповідає за дотримання планових чи нормативних показників, які відо-

бражають стан фінансової діяльності цього підрозділу.

Такий розподіл фінансових служб в організаційній структурі можливий і потрібний лише на великих підприємствах, де витрати на формування цих центрів виправдані ефективністю господарської діяльності загалом. Наведена структура потребує виділення витрат за центрами відповідальності, що практично можливо виконати без проблем з часом на калькулювання витрат. Функціонування центрів відповідальності передбачає обґрунтування їхньої діяльності, прав, обов’язків, ступеня відповідальності керівників цих центрів у структурі окремих підрозділів, а також виконання такими центрами визначених фінансових завдань, що реалізують за допомогою фінансового контролю, внутрішнього аудиту на підприємстві.

З огляду на особливості функціонування окремих суб’єктів господарювання, розмір їхнього капіталу, а також на кількість працівників у межах відповідної форми власності, на кожному підприємстві визначають індивідуальну кількість центрів відповідальності, а також їхню структуру. Найважливіше, щоб діяльність центрів відповідальності, як нових форм в організаційній структурі фінансового управління, була ефективною, корелювала з діяльністю інших підрозділів, постійно забезпечувала зростання доходів власників капіталу.

Місце і функції окремих організаційних структур управління фінансами в загальній системі менеджменту підприємства визначають низкою чинників, зокрема, таких:

- вид економічної діяльності;
- зміна і вдосконалення технології виробництва;
- форма власності;

- розмір підприємства;
- монопольне становище в галузі;
- професійний склад працівників;
- макроекономічна ситуація в державі;
- сприятливість податкової політики.

Фінансова служба на підприємстві націлена на досягнення головної мети фінансового менеджменту і має постійно забезпечувати:

- зростання доходів;
- збільшення вартості підприємства;
- фінансову стійкість;
- пришвидшення кругообігу капіталу (основного, оборотного, у тім числі грошового).

За допомогою планування і прогнозування, а також контролю за виконанням визначених планів фінансова служба реалізує на практиці фінансову політику підприємства. Добре організований фінансовий менеджмент – це продумані стратегія і тактика, які виявляються в ухваленні нестандартних рішень, у раціональній оперативній політиці коригування планів і прогнозів відповідно до потреб конкретної ситуації, а також контролі виконання всіх планів для отримання запланованих результатів. Як бачимо, фінансове управління є складною і динамічною системою, яка може й повинна постійно змінюватися, її потрібно вдосконалювати, щоб забезпечувати зростання вартості підприємства, а отже, зростання доходів, результатом яких є збільшення прибутку і, відповідно, доходів усіх працівників, а також надходжень до бюджету податкових платежів, що матиме позитивний прояв у стабільності зростання суспільних виплат та соціального забезпечення громадян.

2.2. Нормативно-правова база діяльності фінансового менеджера

Ефективність діяльності фінансового менеджера залежить від нормативно-правового середовища, у якому функціонує підприємство.

До **правового забезпечення** фінансового управління в господарській діяльності належать законодавчі акти, постанови, накази та інші правові документи державних органів управління.

Правові основи фінансів суб'єктів господарювання перш за все ґрунтуються на конституційних нормах. Конституція України є важливим джерелом фінансового права і відображає у концентрованому вигляді правовий простір для розвитку підприємництва в нашій країні. Конституцією України регламентовано право громадян на ведення будь-якого виду підприємницької діяльності, не забороненої законом. Водночас держава забезпечує розвиток конкуренції в підприємницькій діяльності, реалізує антимонопольне, кредитне, бюджетне та податкове регулювання, захищає права споживачів, контролює якість і безпеку продукції та всіх видів послуг і робіт, сприяє діяльності громадських організацій споживачів.

Основний Закон формує правовий простір для розвитку вільного підприємництва в країні й водночас створює передумови для використання фінансового менеджменту як системи управління фінансами суб'єктів господарювання в економіці ринкового типу.

Правовим забезпеченням фінансового менеджменту також є чинні закони України, укази Президента, постанови Кабінету Міністрів України, накази та положення міністерств і відомств, установчі договори й статuti підприємств. У систематизованому вигляді чинне правове забезпечення фінансового менеджменту суб'єктів господарювання наведено в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

Правове забезпечення фінансового менеджменту

Напрями регулювання	Базові законодавчі документи
Фінансово-економічні аспекти створення підприємств	Господарський кодекс України, Цивільний кодекс України, Закон України "Про акціонерні товариства"
Бюджетні взаємовідносини	Бюджетний кодекс України, щорічні закони про Державний бюджет України, бюджетні документи місцевих органів влади
Податкові взаємовідносини	Податковий кодекс України, Митний кодекс України
Формування інформаційної бази фінансового управління	Закон України "Про державну статистику", Закон України "Про аудиторську діяльність", Закон України "Про бухгалтерський облік та фінансову звітність", Положення (стандарти) бухгалтерського обліку
Грошово-кредитні та платіжно-розрахункові взаємовідносини	Закон України "Про Національний банк України", Закон України "Про банки й банківську діяльність", Закон України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні"
Валютне регулювання	Закон України "Про зовнішньоекономічну діяльність", Декрет Кабінету Міністрів України "Про систему валютного регулювання і валютного контролю в Україні"
Взаємодія з інститутами фінансового ринку	Закон України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг", Закон України "Про страхування", Закон України "Про недержавні пенсійні фонди", Закон України "Про інститути спільного інвестування", Закон України "Про фінансовий лізинг", Закон України "Про кредитні спілки"
Інвестиційна діяльність	Закон України "Про інвестиційну діяльність", Закон України "Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження", Закон України "Про режим іноземного інвестування", Закон України "Про інноваційну діяльність"
Регулювання ринку цінних паперів	Закон України "Про цінні папери і фондовий ринок", Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні", Закон України "Про депозитарну систему України"
Регулювання процедур санації, банкрутства і ліквідації підприємства	Закон України "Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом"
Фінансові відносини підприємства з працівниками	Закон України "Про оплату праці", Кодекс законів про працю, Закон України "Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування"

Господарський кодекс України обумовлює, відповідно до Конституції України, правові основи господарської діяльності (господарювання), яка ґрунтується на різноманітності економічних суб'єктів різних форм власності. Цей Кодекс має на меті забезпечити зростання ділової активності, розвиток підприємництва і на підставі цього – підвищення ефективності суспільного виробництва, його соціальну спрямованість, а також утвердити суспільний господарський порядок в економічній системі України, сприяти її гармонізації з іншими економічними системами.

Отже, Господарський кодекс визначає головні засади господарювання в Україні і регулює господарські відносини, що виникають у процесі організації та ведення господарської діяльності між економічними суб'єктами.

Правові засади фінансово-господарської діяльності підприємств, створених у формі акціонерних товариств, регламентує Закон України "Про акціонерні товариства" від 17 вересня 2008 р. № 514-VI. Цей документ визначає поняття і види акціонерних товариств, правила їхнього створення, діяльності, права та обов'язки учасників і засновників. Фінансово-майнові відносини підприємств відображені у нормах цивільного права, зафіксованих Цивільним кодексом України.

Фінансово-бюджетні відносини підприємств і держави регулюють Бюджетний кодекс України та щорічні закони про Державний бюджет України, а також відповідні рішення місцевих органів влади, що стосуються визначеного кола економічних суб'єктів.

Бюджетним кодексом визначено засади бюджетної системи України, її структуру, принципи, правові норми функціонування, основи бюджетного процесу і міжбюджетних відносин та відповідальність за порушення бюджетного законодавства.

Правові та організаційні засади податкової політики і функціонування податкової системи в Україні визначені у Податковому кодексі, щодо сфери зовнішньоекономічних відносин – у Митному кодексі. Ці законодавчі акти визначають систему податків в Україні, а також апарат державної виконавчої влади, що формує податкову політику й організовує стягнення податків, зборів і платежів у розпорядження держави, у тому числі й у зовнішньоекономічній сфері.

Порядок складання бухгалтерської звітності та подання статистичної звітності регламентовано Законами України "Про державну статистику" від 17 вересня 1992 р. № 2614-XII, "Про бухгалтерський облік та фінансову звітність" від 16 липня 1999 р. № 996-XIV та відповідними П(С)БО. Особливості аудиторських перевірок звітності підприємств визначає Закон України "Про аудиторську діяльність" від 22 квітня 1993 р. № 3125-XII.

Грошово-кредитні та платіжно-розрахункові взаємовідносини за участю банківських установ регулюють Закони України "Про Національний банк України" від 20 травня 1999 р. № 679-XIV, "Про банки й банківську діяльність" від 07 грудня 2000 р. № 2121-III, "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні" від 05 квітня 2001 р. № 2346-III.

Державне регулювання фінансових аспектів зовнішньоекономічної діяльності підприємств відбувається відповідно до правових норм, закріплених у Законі України "Про зовнішньоекономічну діяльність" від 16 квітня 1991 р. № 959-XII. Цей закон висвітлює базові терміни і положення, визначає суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності в Україні, а також форми та специфіку зовнішньоекономічних угод.

Взаємовідносини підприємств з професійними учасниками фінансового ринку – страховими компаніями, недержавними пенсійними фондами, інститутами спільного інвестування, кредитними спілками, лізинговими та іншими фінансовими компаніями – регламентовано низкою Законів України, а саме: "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" від 12 липня 2001 р. № 2664-III, "Про страхування" від 07 березня 1996 р. № 85/96-ВР, "Про недержавні пенсійні фонди" від 09 липня 2003 р. № 1057-IV, "Про інститути спільного інвестування" від 05 липня 2012 р. № 5080-VI, "Про фінансовий лізинг" від 16 грудня 1997 р. № 723/97-ВР, "Про кредитні спілки" від 20 грудня 2001 р. № 2908-III.

З метою залучення зовнішніх фінансових ресурсів суб'єкти господарювання можуть випускати корпоративні або боргові цінні папери. Умови такої емісії в загальному вигляді визначено Законом України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV. Крім того, підприємства можуть проводити фінансові операції різного типу з цінними паперами, керуючись положенням Закону України "Про депозитарну систему України" від 06 липня 2012 р. № 5178-VI, та надавати фінансові послуги згідно з Законом України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг".

Правову основу для інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання формують Закони України "Про інвестиційну діяльність" від 18 вересня 1991 р. № 1560-XII, "Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження" від 17 лютого 2000 р. № 1457-III, "Про режим іноземного інвестування" від 19 березня 1996 р. № 93/96-ВР. Перспективи впровадження новітніх технологій у господарську діяльність забезпечує Закон України "Про інноваційну діяльність" від 04 липня 2002 р. № 40-IV.

Регулювання процедур санації, банкрутства і ліквідації підприємства обумовлюють положення Закону України "Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом" від 14 травня 1992 р. № 2343-XII.

Фінансові відносини підприємства з працівниками щодо оплати праці визначено Законом України "Про оплату праці" від 24 березня 1995 р. № 108/95-ВР, Кодексом законів про працю, Законом України "Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування" від 08 липня 2010 р. № 2464-VI. Ці документи розкривають економічні, правові й організаційні засади оплати праці працівників, які перебувають у трудових відносинах з підприємством на підставі трудового договору, взаємодію роботодавців та працівників, права,

обов'язки кожного з них, а також можливість соціального захисту й забезпечення працівників.

У правовому забезпеченні фінансового менеджменту важливу роль відіграють певні нормативи і норми. Будь-який закон або інша правова норма, що стосується формування доходів та їхнього розподілу, кредитування, обчислення витрат, страхування тощо, обов'язково опирається на певні загальновизначені правила.

Нормативне забезпечення фінансового менеджменту умовно можна розділити на три складові:

- економічні нормативи і норми, які використовують для розрахунків або порівняння;
- інструктивні матеріали щодо методики чи порядку (послідовності) певних операцій;
- бланки фінансових документів (обліку, звітності, розрахунків), що обслуговують та фіксують фінансові потоки.

Нормативи – це абсолютні та відносні величини, які застосовують для регулювання фінансових відносин. Вони виражають загальні вимоги до витрат і результатів виробництва, обміну та розподілу. Норми – це узаконені або визнані обов'язковими для використання як певна міра показників чи поведінки.

До економічних нормативів можна зачислити:

- норми амортизаційних відрахувань;
- податкові ставки;
- розміри єдиного соціального внеску;
- розміри статутного й інших складових власного капіталу суб'єктів господарювання;
- облікові ставки НБУ;
- нормативи обов'язкового резервування у банківській діяльності тощо.

Крім нормативів, що визначають певні абсолютні чи відносні обсяги відрахувань, внесків, витрат, прибутків та інших грошових потоків, функціонування фінансового менеджменту потребує нормування певних видів діяльності як послідовного процесу виконання відповідних операцій або методик обчислення. Це техніка фінансової діяльності, яка повинна бути визначена заздалегідь у вигляді інструкцій, рекомендацій.

Інструкції, як доповнення до відповідних законів, детальніше регламентують необхідні розрахункові операції, чим дають змогу виконувати відповідні положення закону або інших нормативних документів. Наприклад, в інструктивних матеріалах пояснюють положення закону; визначають методику нарахування платежів; розкривають порядок їхньої сплати, терміни, рахунки; регламентують форми звітності та ін.

За формою нормативні документи можуть бути інструкціями, положеннями, листами, наказами, постановами, декретами, указами. Головна їхня особливість – імперативність, тобто обов'язкове виконання всіма суб'єктами фінансових відносин у сфері охоплення відповідним документом.

Забезпечення функціонування фінансової системи було б неможливим, якби задалегідь не визначали відповідні форми різноманітних фінансових документів, що обслуговують грошові та матеріальні потоки: бланки обліку, звітності, розрахунків. Форми фінансових документів також нормують, тому їх можна зачислити до нормативного забезпечення фінансового менеджменту.

Можна погодитися з думкою багатьох науковців, які вважають за необхідне систематизувати законодавство України про підприємництво у вигляді відповідної збірки законів і включити до нього норми Концепції державної політики розвитку підприємництва, норми законодавства України про місцеве самоврядування, норми Цивільного кодексу України та інших законодавчих актів, що регулюють діяльність суб'єктів підприємницької діяльності, державних органів й органів місцевого самоврядування у цій сфері.

Процес систематизації законодавства про підприємництво має відбуватися на підставі глибокого пізнання соціально-економічної сутності та закономірностей розвитку підприємництва, а також на засадах єдиного розуміння стратегії державної політики розвитку підприємництва в Україні й ринкового реформування господарського механізму. Саме такий підхід до формування законодавчої бази підприємницької діяльності сприятиме підвищенню ролі фінансових менеджерів в управлінні фінансовими процесами суб'єктів господарювання.

2.3. Інформаційне забезпечення фінансового управління

У ринкових відносинах інформування є важливим фінансовим методом, а інформація, відповідно, фінансовим важелем, без яких не може якісно функціонувати фінансовий механізм організації господарської діяльності підприємства. Своєчасна якісна інформація визначає рівень зрілості управлінських рішень.

Сучасна управлінська система не може ефективно працювати без належного інформаційного забезпечення. Якість такого забезпечення прямо відображається у показниках результативності господарської діяльності. Це, насамперед, вартість підприємства, показники рентабельності тощо.

Фінансову інформацію використовують внутрішні і зовнішні користувачі.

До внутрішніх користувачів належать:

- 1) директори підприємства;
- 2) фінансові менеджери;
- 3) акціонери;
- 4) інші зацікавлені особи.

Зрозуміло, що частина фінансової інформації є комерційною таємницею.

До зовнішніх користувачів фінансової інформації, тобто офіційної фінансової звітності підприємства, належать:

- 1) банки;
- 2) інші кредитори;
- 3) інвестори;
- 4) контрагенти – постачальники матеріальних ресурсів і покупці готової продукції;
- 5) державні фіскальні органи;
- 6) аудиторські фірми;
- 7) біржі;
- 8) інші зовнішні користувачі.

Фінансову інформацію можна класифікувати за різними видами залежно від джерела виникнення і напряму застосування (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Види фінансової інформації

Звітна та оперативна фінансова інформація:	- баланс (звіт про фінансовий стан); - звіт про фінансові результати (звіт про сукупний дохід); - звіт про рух грошових коштів; - звіт про власний капітал; - статистичні дані; - фінансові оперативні дані
Нормативно-правова фінансова інформація:	- правові документи; - нормативні матеріали
Планова і прогнозна фінансова інформація:	- статистичні збірники діяльності підприємств, банків, інших професійних інститутів фінансових ринків; - фахові публікації; - прогнозні дані; - бюджетні звіти; - біржова та банківська оперативна інформація; - інвестиційна інформація
Довідково-аналітична фінансова інформація:	- примітки до форм бухгалтерської звітності; - аналітичні збірники; - таблиці; - форми; - бізнес-довідки

Найважливішими джерелами інформаційного забезпечення фінансового менеджменту є:

- 1) баланс підприємства (звіт про фінансовий стан);
- 2) звіт про фінансові результати (звіт про сукупний дохід);
- 3) звіт про рух грошових коштів;
- 4) звіт про власний капітал підприємства;
- 5) оперативні дані з фінансово-господарської діяльності підприємства.

Фінансова інформація дає змогу:

- проводити аналіз управління фінансами підприємства;

- складати фінансові плани;
- розробляти фінансові прогнози;
- формувати доходи підприємства;
- калькулювати витрати підприємства;
- проводити фінансовий контроль діяльності підприємства;
- оцінювати стан управління активами і пасивами підприємства;
- визначати ефективність управління власним капіталом підприємства;
- виявляти резерви поліпшення майнового і фінансового стану підприємства;
- надавати оцінку взаємовідносинам з різними кредиторами та інвесторами;
- визначати ефективність фінансових угод підприємства;
- розробляти заходи з метою поліпшення фінансового стану підприємства.

Для ухвалення ефективних рішень у галузі управління фінансами на підприємстві необхідно досконало володіти бухгалтерською та фінансовою звітністю.

Фінансова звітність має бути подана усім користувачам у визначений час, інакше вона може втратити інформаційну цінність.

У ході складання фінансової звітності необхідно дотримуватися таких *принципів*:

- 1) автономності підприємства;
- 2) безперервності господарської діяльності;
- 3) періодичності;
- 4) відображення у звітності за періодом нарахування;
- 5) відповідності;
- 6) послідовності;
- 7) обачності;
- 8) єдиного грошового вимірювача.

1. Принцип автономності полягає в тому, що підприємство – це юридична особа, відокремлена від власників як фізичних осіб.

2. Принцип безперервності діяльності під час складання фінансових звітів полягає в тому, що підприємство протягом наступного звітного періоду не планує не тільки самоліквідуватися, а й суттєво змінювати обсяги фінансово-господарської діяльності.

Якщо ж, навпаки, підприємство має наміри припинити діяльність (з низки різних причин), то воно не має права використовувати П(С)БО як основу для підготовки фінансових звітів. У такому випадку немає потреби в поділі активів і зобов'язань підприємства на необоротні (довготермінові) та оборотні (короткотермінові). Річ у тому, що в процесі ліквідації підприємство повинне виконати всі зобов'язання, дотримуючись чіткої послідовності, спершу перед кредиторами, а вже потім перед власниками. Статті балансу мають бути оцінені не за базовою собівартістю, а за ринковою ціною.

Відповідно, для підприємства, яке самоліквідується, не застосовують жодних принципів складання фінансової звітності, що їх використовують на підприємствах, які діють постійно.

3. Принцип періодичності означає поділ діяльності підприємства на звітні періоди для складання фінансової звітності.

Таким звітним періодом для підприємств, що функціонують, є календарний рік (12 місяців), для новостворених підприємств – від дати створення і до кінця звітного періоду, максимально – 15 місяців, а для підприємств, які ліквідують, – від початку звітного періоду до дати ліквідації підприємства.

4. Принцип відображення у звітності за періодом нарахування свідчить про те, що результати господарських операцій визначають тоді, коли вони фактично відбулись, і так само відображають у бухгалтерському обліку та фінансових звітах відповідних періодів.

Користувачі отримують інформацію не тільки про операції, що вже відбулися, тобто пов'язані з виплатою або отриманням грошових коштів, а й про зобов'язання оплати в наступних періодах, а також інформацію про ті грошові кошти, які мають надійти в наступних періодах. Користувачі, маючи інформацію про операції минулих періодів, можуть ухвалювати реальніші рішення на перспективу.

5. Принцип відповідності потрібно застосовувати одночасно з принципом нарахування. Згідно з принципом відповідності, витрати визнають у звіті про фінансові результати на підставі прямого зв'язку між цими фінансовими результатами та отриманими доходами.

Фінансова інформація має бути пов'язана, тобто включати всі витрати, пов'язані з отриманням відповідних відомостей. Тому фінансова звітність охоплює, окрім балансу, звіти про фінансові результати, власний капітал та рух грошових коштів, примітки, у яких відображено інформацію про облікову політику підприємства та різні пояснення до окремих статей цих звітів, а також цікаві відомості для акціонерів про виплату дивідендів.

У фінансовій звітності фокусують облікову політику підприємства, тобто ті принципи, методи та процедури обліку, обрані ним, які відображають реальний фінансовий стан і результати господарської діяльності.

6. Принцип послідовності необхідний для зіставності фінансових звітів. Він відображає всі зміни в обліковій політиці, а також вплив цих змін на показники фінансових звітів.

Відповідно до стандартів бухгалтерського обліку, підприємство самостійно обирає облікову політику і висвітлює її у примітках до фінансового звіту.

У П(С)БО 6 "Виправлення помилок і зміни у фінансових звітах" визначено таке: коли можливо провести зміни в обліковій політиці; що не належить до змін у цій політиці; як зміни облікової політики впливають на показники фінансової звітності і яку інформацію підприємство має відобразити у примітках у разі змін в обліковій політиці.

7. Принцип обачності в ході складання фінансової звітності передбачає, що активи і доходи не мають бути завищені, а зобов'язання і витрати – занижені, згідно з обраною обліковою політикою, не цілком відповідні їхній сутності (на-

приклад, підприємство продало деякі активи іншому підприємству з певною для себе вигодою, яка найвірогідніше виявиться в майбутньому).

8. Принцип єдиного грошового вимірювача означає, що в фінансовій звітності всі показники потрібно відображати в єдиній грошовій одиниці і, незважаючи на форму власності підприємства, обов'язково в гривні.

Отже, якісній фінансовій звітності притаманні:

- значимість – здатність впливати на кінцеві фінансові результати на підставі розроблення реальних фінансових планів і отримання бажаних кінцевих результатів;
- повнота – охоплення всіх операцій господарської діяльності;
- своєчасність – негайне відображення фінансової події у звітності;
- достовірність – висвітлення реального стану і результатів господарської діяльності;
- простота побудови – з одного боку, відповідність визначеним стандартам, а з іншого, – доступність для всіх категорій користувачів;
- зіставність – можливість порівняльної оцінки показників господарської діяльності з показниками аналогічних суб'єктів господарювання;
- ефективність – витрати на формування фінансової звітності не повинні перевищувати ефекту від впровадження управлінських фінансових рішень, ухвалених на її підставі.

Склад системи інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, її повноту й охоплюваність даними всіх аспектів господарської діяльності визначають галузевими особливостями, організаційно-правовою формою функціонування підприємств, обсягом і ступенем диверсифікації фінансової діяльності та низкою інших умов.

Конкретні показники системи інформаційного забезпечення формують з внутрішніх і зовнішніх джерел інформації, від яких залежить якість ухвалених фінансових рішень (табл. 2.3).

Фінансові служби підприємства повинні, насамперед, забезпечити користувачів реальною внутрішньою інформацією, яку характеризує сукупність показників:

- показники, які відображають фінансовий стан та фінансові результати діяльності підприємства загалом;
- показники, які відображають фінансові результати його окремих структурних підрозділів;
- нормативні та планові фінансові показники.

Зовнішня інформація є надзвичайно важливою для фінансового менеджменту. Вона також повинна бути своєчасною та реальною для ухвалення ефективних управлінських рішень.

Таблиця 2.3

Система показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту

Внутрішня інформація	Зовнішня інформація
1. Показники, які відображають фінансовий стан та фінансові результати діяльності підприємства загалом: - майновий стан; - рух капіталу; - ліквідність, платоспроможність; - кредитоспроможність; - фінансова стійкість; - цінова активність; - рентабельність	1. Макроекономічні показники та показники галузевого розвитку: - динаміка ВВП; - рівень безробіття; - рівень інфляції; - показники галузевого розвитку
2. Показники, які відображають фінансові результати структурних підрозділів підприємства: - обсяг і структура фінансових ресурсів; - елементи операційних витрат	2. Ситуативні показники: - показники розвитку сегментів фінансового ринку (грошового, валютного, кредитного, цінних паперів, фінансових послуг, а також ринку нерухомості)
3. Нормативно-планові показники фінансової діяльності підприємства: - система внутрішніх нормативів, які регулюють фінансовий розвиток підприємства; - планові показники фінансового розвитку	3. Показники діяльності різних суб'єктів господарювання: - показники діяльності постачальників, покупців, партнерів, конкурентів, банків, страхових компаній, фондових бірж
	4. Нормативно-регулятивні показники: - показники за різними напрямками господарської діяльності; - показники з питань функціонування окремих сегментів ринку

До системи зовнішніх джерел інформаційного забезпечення входять чотири групи показників:

- макроекономічні;
- ситуативні (кон'юнктурні);
- показники діяльності суб'єктів господарювання;
- нормативно-регулятивні показники.

Фінансова інформація об'єднує дані фінансового та управлінського бухгалтерського обліку.

Фінансовий бухгалтерський облік відображає результати минулої фінансової діяльності підприємства. Ця інформація потрібна, передусім, для зовнішніх користувачів: інвесторів, кредиторів, партнерів підприємства.

Управлінський бухгалтерський облік відображає фінансову інформацію для ухвалення стратегічних і тактичних фінансових рішень, для складання прогнозів на майбутні періоди. Ця інформація є внутрішнього користування і повинна сприяти оптимізації господарської діяльності в перспективі.

Інформаційне забезпечення фінансового менеджменту має особливе значення. Від реальності фінансової інформації, її повноти залежать стратегічні рішення, які може ухвалити фінансовий менеджер, повністю озброєний одним з найважливіших фінансових інструментів – інформуванням.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Охарактеризуйте сутність організаційного забезпечення фінансового менеджменту.
2. За якими ознаками можна формувати структуру фінансової служби підприємства?
3. Які чинники визначають місце і функції окремих інституційних структур управління фінансами на підприємстві?
4. Що таке фінансові центри відповідальності в організаційній структурі фінансового менеджменту?
5. Перелічіть та згрупуйте головні законодавчі акти, які регулюють підприємницьку діяльність в Україні.
6. Наведіть приклади норм і нормативів у господарській діяльності вітчизняних підприємств.
7. Проаналізуйте елементи інформаційного забезпечення фінансового менеджменту.
8. Хто є користувачами фінансової інформації про суб'єкта господарювання?
9. Обґрунтуйте роль фінансової звітності в управлінні підприємством.
10. Згрупуйте інформаційно-аналітичні показники, які використовують фінансові менеджери.



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

1. Побудова фінансової служби підприємства за ієрархічним принципом передбачає ...
 - 1) трирівневу (дворівневу) структуру фінансової служби;
 - 2) розподіл за функціями фінансового менеджменту;
 - 3) формування фінансових центрів відповідальності;
 - 4) усе перелічене.
2. Структуру фінансової служби підприємства за функціями управління визначає ...
 - 1) ієрархічний підхід;
 - 2) функціональний підхід;
 - 3) підхід за центрами відповідальності;
 - 4) структурний підхід.
3. Що визначає кількість і структуру фінансових центрів відповідальності на підприємстві:
 - 1) обсяг капіталу;
 - 2) кількість працівників;

- 3) форма власності;
 - 4) усе перелічене.
- 4. Які стратегічні завдання покладено на фінансову службу підприємства:**
- 1) забезпечення зростання доходів;
 - 2) збільшення вартості підприємства;
 - 3) забезпечення фінансової стійкості;
 - 4) усе перелічене.
- 5. До елементів нормативного забезпечення фінансового менеджменту належать ...**
- 1) економічні норми й нормативи;
 - 2) інструктивні матеріали щодо методики та порядку ведення господарських операцій;
 - 3) бланки фінансових документів обліку, звітності, розрахунків;
 - 4) усе перелічене.
- 6. Хто належить до внутрішніх користувачів фінансової інформації:**
- 1) директори;
 - 2) фінансові менеджери;
 - 3) акціонери;
 - 4) усі перелічені.
- 7. Якісні фінансові інформації притаманні ...**
- 1) зіставність, відповідність чинним стандартам;
 - 2) повнота, своєчасність, достовірність;
 - 3) простота побудови, ефективність;
 - 4) усе перелічене.
- 8. До показників, які відображають фінансовий стан та фінансові результати діяльності підприємства, належать ...**
- 1) майновий стан; рівень ліквідності та платоспроможності;
 - 2) якість продукції, репутація на ринку;
 - 3) показники діяльності контрагентів;
 - 4) усі перелічені.
- 9. Систему зовнішніх джерел інформаційного забезпечення фінансового управління формують ...**
- 1) макроекономічні показники;
 - 2) показники галузевого розвитку;
 - 3) ситуативні показники;
 - 4) усі перелічені.
- 10. Управлінський бухгалтерський облік відображає ...**
- 1) фінансову інформацію для ухвалення стратегічних і тактичних фінансових рішень;
 - 2) фінансові відомості, потрібні інвесторам;
 - 3) фінансову інформацію для кредиторів;
 - 4) усе перелічене.



ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ

На підставі відповідної фінансово-аналітичної інформації про плановану господарську діяльність розробіть структуру фінансового механізму виробничого підприємства за такими його елементами:

- організаційна структура фінансової служби за ієрархічним, функціональним принципами та за центрами відповідальності;
- нормативно-правове забезпечення господарської діяльності (головні законодавчі документи та інструктивні матеріали внутрішнього характеру);
- необхідна інформаційна база для майбутньої діяльності суб'єкта господарювання.



ЛІТЕРАТУРА

1. Фінансовий менеджмент : підручник / Кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – К. : КНЕУ, 2005. – 536 с.
2. Бланк І. О. Фінансовий менеджмент : навч. посібник / І. О. Бланк. – К. : Ельга, 2008. – 724 с.
3. Брігхем Є. Ф. Основи фінансового менеджменту / Пер. з англ. В. Ф. Овсієнка та В. Я. Мусієнка. – К. : Молодь, 1997. – 1000 с.
4. Ніктбахт Е. Фінанси / Е. Ніктбахт, А. Гроппелі. – К. : Вік і Глобус, 1992. – 383 с.
5. Финансовый менеджмент : Теория и практика : учебник / Под ред. Е. С. Стояновой. – М. : Перспектива, 1996. – 405 с.
6. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
7. Управление бизнесом : Экспресс-курс для деловых людей / Авт.-сост. Г. В. Щекин. – 4-е изд. стереотип. – Киев : МАУП, 2004. – 232 с.
8. Уилсон П. Финансовый менеджмент в малом бизнесе / Пер. с англ. ; под ред. В. А. Микронова. – М. : Аудит, ЮНИТИ, 1995. – 269 с.
9. Финансовий менеджмент. Практикум : учеб. пособие для вузов / Л. А. Бурмистрова, Е. Ю. Ветрова, О. А. Жеваликова и др.; под ред. Н. Ф. Самсонова. – М. : ЮНИТИ – ДАНА, 2000. – 269 с.
10. Ковалюк О. М. Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики) : монографія / О. М. Ковалюк. – Львів : Видавничий центр ЛНУ імені Івана Франка, 2002. – 396 с.
11. Финансовое управление компанией / Общ. ред. Е. В. Кузнецовой. – М. : Фонд "Правовая культура", 1996. – 384 с.
12. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами / Пер. с англ.; гл. ред. серии Я. В. Соколов. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 800 с.



КОНЦЕПЦІЇ І МОДЕЛІ ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ

- 3.1. Базові концепції фінансового менеджменту.
- 3.2. Фінансова політика та типи фінансового управління.
- 3.3. Стратегія і тактика ухвалення фінансових рішень.

3.1. Базові концепції фінансового менеджменту

Концептуальна сутність фінансового менеджменту полягає в розгляді його як форми управління процесами фінансування підприємницької діяльності, адекватної економіці ринкового типу.

В основі управління корпоративними фінансами лежить низка фундаментальних концепцій, які становлять його зміст і визначають конструктивні межі та головні напрями розвитку.

Систему базових теоретичних концепцій сучасного фінансового менеджменту поділяють на три групи (рис. 3.1):

- концепції, що опосередковують реалізацію мети та головних параметрів фінансово-господарської діяльності підприємства;
- концепції, які забезпечують реальну ринкову оцінку окремих фінансових інструментів інвестування у процесі їхнього вибору;
- концепції, пов'язані з інформаційним забезпеченням економічних суб'єктів.

Розглянемо детальніше положення кожної з виділених концепцій корпоративного фінансового управління.

1. *Концепція пріоритету фінансово-економічних інтересів власників.* Уперше її висунув американський економіст Г. Саймон [1]. Він розробив теорію обмеженої раціональності та сформулював цільову концепцію економічної поведінки, що полягає в необхідності пріоритетного задоволення інтересів власників і максимізації їхнього добробуту. У прикладному значенні теорію формулюють як "максимізація ринкової вартості підприємства".

КОНЦЕПЦІЇ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ	<i>I. Мета і головні параметри діяльності підприємства</i>
	1. Концепція пріоритету фінансово-економічних інтересів власників
	2. Концепція вартісно-орієнтованого менеджменту (управління вартістю)
	3. Концепція вартості капіталу
	4. Концепція ефективності вкладення (розподілу) коштів
	<i>II. Ринкова оцінка окремих фінансових інструментів</i>
	5. Концепція грошових потоків
	6. Концепція вартості грошей у часі
	7. Концепція підприємницького і фінансового ризику
	<i>III. Інформаційне забезпечення економічних суб'єктів</i>
8. Концепція ефективності ринку	
9. Концепція асиметричності інформації	
10. Концепція агентських відносин	

Рис. 3.1. Базові концепції фінансового менеджменту

Одним із підходів до вирішення бізнес-завдань є дохідно-витратний принцип. Згідно з цим принципом, будь-яке ділове рішення обґрунтовують зіставленням пов'язаних з ним доходів і витрат. Ефективним вважають те рішення, яке забезпечує перевищення доходів над витратами. Відповідно, це сприяє досягненню головної мети фінансового управління – створення нової (доданої) вартості, яка робить багатшими власників підприємства.

Обсяг ресурсів, доступний економічному суб'єкту для використання наприкінці періоду, повинен бути більшим від початкового. Доходи відображають суму всіх приростів багатства за період, а витрати – сумарний обсяг усіх вилучень (чи знецінення, економічного вичерпання) ресурсів.

Суть цього економічного правила можна відобразити так:

$$\text{Прибуток} = \text{Поточні доходи} + \text{Приріст вартості активів}. \quad (3.1)$$

Зростання добробуту власників підприємства передбачає реалізацію комплексу цілей: ринкових (прибуток, рентабельність власного капіталу), фінансово-економічних (ніша на ринку, ринкова частка, темпи збільшення майнового потенціалу), виробничо-технологічних (рентабельність виробництва, зниження собівартості, диверсифікація) та соціальних (екологічність, залучення працівників до управління, плинність кадрів тощо).

2. Концепцію вартісно-орієнтованого менеджменту (ВОМ) визнано ключовою управлінською парадигмою, вона набуває поширення на практиці.

Вартісно-орієнтоване управління передбачає підхід до управління, націлений на максимізацію акціонерної вартості підприємства. Суть концепції полягає в тому, що управління підприємством у тривалій перспективі повинно бути спрямоване

на підвищення вартості підприємства. Стратегію, цілі, бізнес-процеси, показники оцінки діяльності, винагороди визначають на підставі аналізу їхнього впливу на зміну вартості для акціонерів.

Концепція ВОР виникла у 1980-х роках у США, згодом набула популярності у Європі, Канаді, Японії, Австралії та інших країнах. До її розвитку долучилися такі вчені, як А. Раппорт ("Створення вартості для акціонерів" [2]), Б. Стюарт ("У пошуках вартості" [3]), Д. Мактагард ("Імператив вартості" [4]), Г. Арнольд [5], Т. Коупленд, Т. Коллер і Дж. Муррін [6] та ін. Інтерес до цієї концепції зумовлений прагненням збалансувати інтереси всіх зацікавлених сторін – акціонерів, кредиторів, співробітників, постачальників, покупців, уряду.

Управління вартістю компанії передбачає побудову системи оцінки результатів діяльності на підставі вартості та створення за інтегрованим показником важелів управління.

Головною метою сучасного корпоративного менеджменту для багатьох компаній визнано постійне підвищення (максимізація) їхньої вартості. Саме висока ринкова вартість підприємства слугує найліпшим доказом ефективності управління та показником інвестиційної привабливості. Цього досягають за допомогою ухвалення рішень, за яких доходи перевищують видатки. Водночас постійно удосконалюють механізм управління вартістю (у тім числі визначення моніторингових показників, систем мотивації, оцінювальних технологій тощо).

У структурі вартісно-орієнтованого управління підприємством виокремлюють таке: вибір моделі та процедур визначення вартості підприємства, моніторинг зміни вартості, визначення чинників створення вартості, встановлення чіткого взаємозв'язку між вартістю та бізнес-стратегіями підприємства, розроблення й обґрунтування ресурсного забезпечення створення вартості підприємства, визначення механізмів узгодження інтересів власників і менеджерів бізнесу, створення системи вимірювання результатів діяльності та матеріального стимулювання.

Фундаментальним елементом концепції ВОР, який визначає архітектуру системи управління підприємством та забезпечує менеджмент практичним інструментарієм для ухвалення рішень, є фінансова модель визначення вартості на підставі ресурсних факторів. Вона об'єднує дві підсистеми: перша – моделі оцінювання новоствореної вартості (дисконтованих дивідендів, дисконтування вільних грошових потоків, остаточного прибутку), друга – група показників результативності, що формують величину фундаментальної вартості, серед яких – остаточний операційний прибуток, остаточний чистий прибуток, додана економічна вартість, додана ринкова вартість [7].

3. *Концепція вартості капіталу.* Первинні теоретичні основи цієї концепції закладено ще в 1938 р. американським економістом Дж. Уільямсом ("Теорія інвестиційної вартості" [8]), а також американськими дослідниками Ф. Модільяні і М. Міллером ("Вартість капіталу, корпоративні фінанси і теорія інвестицій" [9]). Суть цієї концепції полягає в мінімізації середньозваженої вартості капіталу, тобто

в оцінці витрат на його залучення з різних джерел, що має ключове значення в аналізі інвестиційних проектів і виборі альтернативних варіантів фінансування діяльності підприємства. Це, за інших однакових умов, забезпечує максимізацію добробуту власників.

Ціна капіталу – категорія, в основі якої є визначення суми фінансових витрат, необхідних для формування достатнього обсягу фінансових ресурсів. Вона, з одного боку, визначає рівень цих витрат, а з іншого, – необхідність забезпечення мінімального рівня ефективності використання наявних фінансових ресурсів. Під час формування оптимальної структури капіталу орієнтиром має бути мінімум його ціни. Водночас передбачено механізм впливу вибраного підприємством співвідношення власного і позикового капіталу (структури капіталу) на показник його ринкової вартості.

Будь-яка фінансово-економічна діяльність потребує постійних вкладень капіталу. Вартість капіталу передбачає ціну, яку підприємство платить за його використання, тобто витрати на обслуговування заборгованості перед інвесторами та кредиторами.

Інвестований капітал формують декілька фінансових джерел, кожне з яких має для підприємства визначену ціну (відсотки за кредитами, дивіденди акціонерам тощо). Сукупна ціна всього капіталу об'єднує вартості його складових. Позиковий капітал, зазвичай, є дешевшим, ніж власний, оскільки пов'язаний з меншим ризиком. Однак значне збільшення частки позикового капіталу може негативно вплинути на фінансову стійкість підприємства, унаслідок чого знизиться ринкова вартість акцій підприємства. З огляду на це досягнути оптимального співвідношення між вартістю капіталу і вартістю акцій компанії – одне з найважливіших завдань фінансового менеджменту.

4. *Концепція ефективності вкладення (розподілу) коштів* об'єднує кілька теоретичних положень, а саме: сучасну портфельну теорію, яка обґрунтовує методологічні принципи статистичного аналізу й оптимізації рівня ризику та прибутковості інструментів фінансового інвестування (Г. Марковіц [10], Дж. Тобін [11], У. Шарп [12]); теорію дивідендної політики (Дж. Лінтер [13], М. Міллер, Ф. Модільяні [9]); теорію взаємозв'язку рівня ризику і прибутковості, яка відображає пряму залежність між рівнем ризику і прибутку; теорію альтернативних витрат (втрачених можливостей), що відіграє важливу роль в оцінюванні варіантів можливого вкладення капіталу, використанні виробничих потужностей, виборі інструментів кредитування покупців тощо.

Загалом зміст цієї концепції полягає у вкладенні капіталу з метою його подальшого нарощення. Інвестор, обираючи один із множини об'єктів вкладення коштів, втрачає інші фінансові альтернативи. Отриманий новий капітал має відшкодувати первісні інвестиції, компенсувати їхнє інфляційне знецінення і забезпечити частку нарощення капіталу – прибуток.

Наприклад, початковий капітал інвестора дорівнює сумі коштів, вкладених у той чи інший актив, тобто ціні такого фінансового інструменту (об'єкта). Доходи від інвестицій поєднуюватимуть загальну суму поточних виплат за фінансовим активом протягом визначеного проміжку часу і зміни ринкової вартості цього активу за той самий період. Інвестиція буде економічно обґрунтованою лише в тому випадку, якщо загальна сума доходів від неї (приріст багатства інвестора) перевищуватиме обсяг витрат. У такому разі наприкінці періоду інвестор матиме в розпорядженні більше благ, доступних для поточного використання (кошти, отримані у формі поточних виплат, плюс ринкова вартість фінансового активу на кінець періоду), ніж на початку (сума коштів, необхідна для купівлі активу).

Дохід, не отриманий унаслідок відмови від участі в операції, який має мінімальний ризик і мінімальну гарантовану дохідність, повинен бути врахований як альтернативні витрати в разі ухвалення будь-яких рішень, пов'язаних з використанням фінансових ресурсів підприємства. Оскільки в умовах ринкової економіки наявне велике розмаїття інвестиційних інструментів, то у підприємця завжди є можливість вибору між різними об'єктами вкладення капіталу, що пов'язані з різними рівнями ризику і норми прибутковості.

5. *Концепція грошового потоку* полягає в розробленні політики підприємства щодо залучення фінансових ресурсів, організації їхнього руху, підтримання у певному якісному стані. Фінансовий менеджер повинен знати, яка кількість коштів потрібна для сплати заборгованості, виплати дивідендів, коли виникає надлишок коштів або, навпаки, дефіцит, і залежно від цього приймати фінансові рішення про розміщення тимчасово вільних коштів або залучення додаткових фінансових ресурсів.

Зміст концепції грошового потоку зводиться до розуміння підприємства як сукупності почергових вхідних і вихідних потоків грошових коштів. З будь-якою фінансовою операцією асоціюється деякий грошовий потік, тобто множина розподілених у часі надходжень і виплат. Роль елемента грошового потоку можуть відігравати витрати від реалізації продукції, доходи, витрати, прибуток, платіж тощо. У більшості випадків ідеться про очікувані грошові потоки.

Отже, ця концепція фінансового менеджменту передбачає:

- ідентифікацію грошового потоку, його тривалість і вид;
- оцінку чинників, що визначають розмір його елементів;
- вибір коефіцієнтів дисконтування, що дає змогу порівнювати елементи потоку, генеровані в різний час;
- оцінку ризику, пов'язаного з цим потоком, і спосіб його врахування.

6. *Концепція вартості грошей у часі*. За її основу взято твердження, що гроші з плином часу втрачають вартість. На цей процес впливає інфляція й ризик. Для фінансового менеджера ця концепція має виняткове значення, оскільки в аналітичних розрахунках доводиться порівнювати грошові потоки, які акумулюють чи використовують у різні періоди.

Поточний фінансовий еквівалент майбутньої грошової суми є нижчим, чим вищі рівень інфляції і необхідна дохідність фінансової операції та чим віддаленіший термін отримання цієї суми.

З позицій управління фінансами у ринкових умовах одна й та ж грошова сума має для підприємця різну цінність у різні проміжки часу. По-перше, гроші знецінює інфляція, по-друге, капітал повинен “працювати”, тобто приносити певний дохід з плином часу. Чим віддаленіший термін отримання грошей, тим вищим є ризик неплатежу.

Часовий аспект необхідно враховувати під час планування майбутніх грошових операцій, оцінки ефективності капіталовкладень і в усіх решта випадках, коли варто порівнювати грошові суми в різних часових проміжках.

Вартість грошей з часом змінюється з урахуванням норми прибутку на фінансовому ринку. Отже, одна й та ж сума грошей у різні періоди має різну вартість. Причому вартість грошей сьогодні завжди вища, ніж у будь-якому майбутньому періоді.

Як відомо, інфляційні процеси, властиві будь-якій економіці, зумовлюють знецінення грошей. Така ситуація визначає бажання інвестувати кошти з єдиною метою – принаймні, отримати дохід, який покриватиме інфляційні втрати. Урахування чинника інфляції полягає в необхідності реального відображення вартості активів і надходження потоків та забезпечення відшкодування втрат доходів, спричинених інфляційними процесами, під час проведення довготермінових фінансових операцій. Прогнозування темпів інфляції – досить складний і трудомісткий процес, результати якого мають імовірнісний характер та піддаються суттєвому впливу. На практиці для спрощення фінансових взаємовідносин і запобігання необхідності врахування впливу інфляції розрахунки виконують у твердих валютах.

У будь-якій фінансовій операції існує ризик неповернення інвестованих коштів і (чи) неотримання доходу. Цей ризик впливає з того, що кожен договір, за яким отримують гроші в майбутньому, має ймовірність бути невиконаним чи виконаним не повною мірою.

Якщо розглядати кошти як один із видів активів, то треба назвати їхню головну особливість – будь-який актив повинен генерувати прибуток. З цього випливає, що сума, бажана для отримання в майбутньому, має бути явно більша від суми, вкладеної в теперішній момент.

Концепція часової вартості грошей має принципове значення з огляду на те, що рішення фінансового характеру припускають оцінку і порівняння грошових потоків, сформованих у різні періоди.

7. Концепція підприємницького і фінансового ризику. Оскільки бізнес у будь-якій сфері перебуває під впливом багатьох чинників внутрішнього і зовнішнього середовища, які іноді досить важко спрогнозувати, то він завжди має певний ступінь ризику, що залежить від розміру фінансових ресурсів підприємства. Тому фінансовий менеджер повинен обов'язково обчислювати і враховувати в рішеннях

можливі наслідки фінансового й підприємницького ризику. Ризик – це можливість зміни бажаного результату, переважно у вигляді втрат, унаслідок реалізації одного з безлічі варіантів поєднань зовнішніх умов і внутрішніх чинників, які впливають на аналізований об'єкт. Можна припустити, що реалізація ризикової події приведе до фінансового результату. Наприклад, унаслідок стихійного лиха пошкоджено частину майна підприємства, проте сума відшкодування збитків, отримана від страхової компанії відповідно до укладеного раніше договору, компенсувала втрати, а також дала змогу отримати певний дохід. Та все ж, зазвичай, під ризиком розуміють можливість настання несприятливих подій, які спричиняють втрати, зокрема фінансові.

Залежність між дохідністю фінансової операції та пов'язаним з нею рівнем ризику – очевидна, дохідність будь-якої фінансової операції тим вища, чим ризикованіша. Кількісну характеристику цієї залежності визначає обсяг капіталу, який може бути вкладений у ризиковану операцію. Чим менше серед потенційних інвесторів схильних до ризику, тим вища плата за ризик.

Концепція врахування чинника ризику полягає в його оцінюванні з метою забезпечення формування необхідного рівня дохідності фінансово-господарських операцій та розробленні системи заходів, що дають змогу мінімізувати негативні фінансові наслідки від цього.

Компромід між ризиком і дохідністю полягає в тому, що необхідно ухвалювати фінансові рішення, які допомагають досягти розумного співвідношення між ризиком і дохідністю.

8. *Концепцію ефективності ринку*, зокрема, ринку капіталу розуміють не в економічному, а в інформаційному значенні, тобто ступінь ефективності ринку характеризують рівнем його інформаційної насиченості й доступності інформації для учасників ринку. Ця концепція відображена в проблемах, пов'язаних з невідповідністю реального ринку капіталу ефективному (ідеальному) ринкові. Ті рішення, які ухвалює фінансовий менеджер, можуть бути настільки ефективними, наскільки він оперує об'єктивною інформацією, отриманою з відповідних джерел. Тому якість інформації є визначальною в ухваленні фінансових рішень.

Фінансовий ринок має властивість ефективності, якщо він дає адекватну оцінку активам, які обертаються на ньому.

Ефективність фінансового ринку характеризують рівнем його інформаційної насиченості й рівномірного доступу до наявної інформації всіх його учасників. На ефективному ринку жоден з інвесторів не може отримати підвищеного, порівняно із середньоринковим, доходу завдяки додатковим відомостям.

У теорії фінансового менеджменту виділяють три форми ефективності – слабку, помірну і сильну.

За слабкої форми ефективності поточні ринкові ціни повністю відображають усю інформацію, яку містять минулі коливання цін. Це означає, що аналіз динаміки цін не дає інвесторам ніяких переваг і не дає змоги отримати більший прибуток.

У разі помірно ефективного ринку поточні ціни відображають зміни цін у минулому, а також усю наявну однаково доступну інформацію. У цьому випадку не мають змісту (для отримання підвищеного доходу) не тільки аналіз цінових трендів, а й аналітичне опрацювання наявної на ринку інформації.

Сильна форма ефективності (повна ефективність) передбачає, що ринкові ціни повністю відображають усю інформацію, отримання підвищених доходів неможливе. Це положення є в основі низки портфельних теорій. Його враховують інвестори, обираючи об'єкти вкладення капіталу. Однак жоден з фінансових ринків (ринків цінних паперів) не можна назвати ефективним повною мірою. Найважливіші фондові ринки перебувають у стані слабкої чи помірної ефективності.

9. Концепція асиметричності інформації тісно пов'язана з концепцією ефективності ринку. Асиметричність інформації означає її нерівномірний розподіл між учасниками ринку. Окремі категорії економічних суб'єктів можуть володіти інформацією, яка не є доступною іншим учасникам ринку капіталу однаковою мірою, та використовувати її для отримання більшого, порівняно із середньо-ринковим, доходу. Уважають, що в розумних межах асиметричність інформації є необхідною умовою існування фінансового ринку.

Ця концепція пояснює існування ринку як такого, оскільки кожний з учасників сподівається, що відома йому інформація, можливо, недоступна конкурентам, відповідно, він може ухвалити ефективне рішення. Також ця концепція перешкоджає створенню сильної форми ефективності ринку, для якої характерна інформаційна симетричність, тобто коли всі учасники мають однаковий доступ до всієї інформації, у тому числі й інсайдерської.

10. Концепція агентських відносин полягає в тому, що в міру ускладнення форм організації бізнесу поглиблюється розмежування між функцією володіння та функцією управління і контролю. Інтереси власників підприємства та його управлінського персоналу збігаються не завжди, що впливає на ухвалення управлінських рішень.

Агентські відносини у фінансовому менеджменті передбачають відносини між акціонерами (власниками) і менеджерами, а також між акціонерами і кредиторами.

У певних ситуаціях ці групи осіб можуть мати різні цілі, що створює потенційний конфлікт інтересів, наприклад, у разі прийняття фінансових рішень, які забезпечують миттєвий прибуток чи розраховані на перспективу. Для обмеження можливості прийняття управлінських рішень на шкоду інтересам акціонерів економічні суб'єкти змушені робити так звані агентські витрати, які є об'єктивним чинником і враховані в управлінні фінансово-господарською діяльністю.

З позицій практичності базові концепції фінансового менеджменту розглядають як основу формування, обґрунтування та побудови ефективних моделей ведення бізнесу й фінансової поведінки підприємства.

3.2. Фінансова політика та типи фінансового управління

Фінансовий менеджмент набуває практичного втілення завдяки фінансовій політиці підприємства. У найбільш загальному вигляді ця політика передбачає спосіб організації фінансових відносин.

Фінансова політика підприємства – це сукупність організаційно-економічних заходів з формування та використання фінансових ресурсів для досягнення фінансових цілей і завдань господарської діяльності. Вона є складовою частиною економічної політики суб'єкта господарювання.

Фінансова політика відображає напрями організації й використання фінансів для виконання відповідних функцій і завдань, що стосується сфер, засобів та форм функціонування підприємства, системи внутрішніх взаємовідносин, а також позиціонування у зовнішньому середовищі.

Схематично зміст фінансової політики підприємства відображено на рис. 3.2.

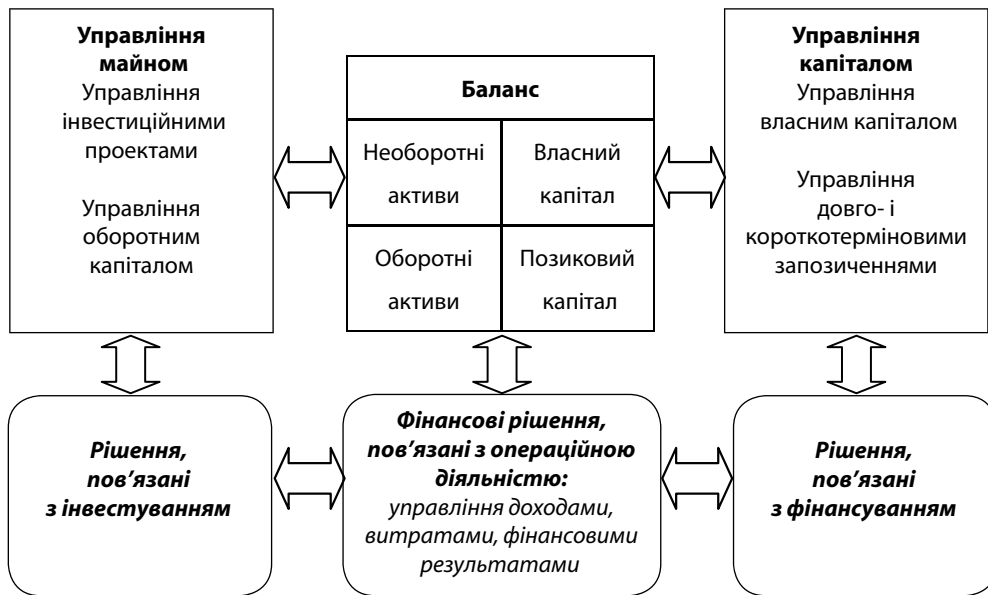


Рис. 3.2. Структурна схема фінансової політики і види фінансових рішень

Доповнено до [14].

Фінансову політику спрямовують на забезпечення ведення фінансово-господарської діяльності підприємства, виконання стратегічних і тактичних завдань

через формування оптимального грошового потоку, ефективного використання фінансових ресурсів та успішну реалізацію фінансового менеджменту.

Важливими завданнями фінансової політики є: максимізація прибутку; оптимізація структури капіталу і забезпечення фінансової стійкості підприємства; досягнення фінансової прозорості для власників (акціонерів, засновників), інвесторів і кредиторів; використання ринкових механізмів залучення капіталу за допомогою емісії корпоративних цінних паперів; розроблення ефективного механізму управління фінансами на підставі діагностики фінансового стану, бюджетування та прогнозування руху капіталу, доходів і витрат з урахуванням стратегічних цілей, пошуку способів їхнього досягнення.

Процес формування і реалізації фінансової політики відбувається в три етапи [15]:

- I – розроблення науково обґрунтованих цілей функціонування та розвитку фінансів підприємств та способів їхньої реалізації у господарській діяльності;
- II – побудова й використання відповідного фінансового механізму, підбір адекватних фінансових методів, важелів, інструментів;
- III – виконання практичних дій, спрямованих на досягнення визначеної мети, та моніторинг ефективності отриманих результатів.

Розроблення науково обґрунтованих цілей функціонування та розвитку фінансів підприємств відбувається на підставі вивчення вимог економічних законів, усебічного аналізу перспектив удосконалення виробництва і стану потреб підприємства та його власників. *Перший етап* передбачає визначення мети й головних завдань фінансової політики. Це залежить від економічного становища у державі, мети створення підприємства, його організаційної форми та форми власності. Важливими напрямками використання фінансів є розроблення стратегії і тактики фінансової політики з огляду на поставлену мету, враховуючи можливості зростання та зменшення фінансових ресурсів, а також зовнішніх і внутрішніх чинників. До головних з них належать:

- форма власності підприємства;
- організаційно-правова форма діяльності;
- галузева ознака (сфера матеріального виробництва, обслуговування, посередницька діяльність);
- розмір підприємства (велике, середнє, мале);
- обсяг власного капіталу;
- монопольне становище на ринку (спеціалізоване, багатопрофільне);
- виробнича характеристика й структура підприємства, технологічний цикл;
- стадія життєвого циклу (створення, розвиток, поділ на дочірні підприємства, банкрутство).

Другий етап реалізації фінансової політики полягає у створенні відповідного, адекватного фінансового механізму. Він залежить від використання елементів фінансового механізму, його форм і методів формування, організації фінансів

підприємств, ринку цінних паперів, а також від створеного правового поля в державі та від поєднання директивного і регулювального впливу фінансового механізму. На цьому етапі розробляють тактику фінансового менеджменту, яка полягає в такому: маркетингових дослідженнях, ухваленні цінових рішень, орієнтації в сегментах фінансового ринку, управлінні основним і оборотним капіталом, забезпеченні фінансовими ресурсами, збалансуванні термінів надходження коштів, забезпеченні рентабельності тощо.

Застосування практичних дій, спрямованих на досягнення поставленої мети, означає побудову відповідної системи управління фінансами. Прямий вплив фінансової політики на господарську діяльність підприємства починається саме на *третьому етапі* її реалізації. Його визначають зміст і процеси, які відбуваються попередньо у реалізації фінансової політики. Цей етап передбачає спрямовану діяльність суб'єкта фінансових відносин, що пов'язана з практичним застосуванням фінансового механізму та детального дослідження цього процесу. Таку діяльність провадять спеціальні організаційні структури – фінансово-економічний апарат підприємства. Третій етап вирішує головне організаційно-інституційне завдання фінансового менеджменту – побудову ефективної системи управління фінансами, тобто створення відповідної фінансової служби підприємства та її успішної роботи.

Реалізація фінансової політики можлива, якщо кожний етап є відповідним та адекватним: поставленій меті – налагоджений фінансовий механізм, фінансовому механізму – відповідна система органів управління. Усі етапи реалізації фінансової політики взаємопов'язані й взаємозумовлені.

Фінансову політику підприємства визначають засновники, власники, впроваджує фінансове керівництво, реалізують фінансові служби, виробничі структури, підрозділи й окремі працівники.

Формування і реалізація фінансової політики відбуваються за певними *критеріями* (рис. 3.3).

Критерії формування і реалізації фінансової політики	Самоокупність і самофінансування
	Господарська самостійність
	Матеріальна відповідальність
	Зацікавленість у позитивних результатах діяльності
	Контроль за фінансово-господарською діяльністю
	Формування фінансових резервів
	Ефективність і раціональність
	Селективність
	Професійне судження

Рис. 3.3. Критерії формування і реалізації фінансової політики

Самоокупність припускає, що кошти, які забезпечують функціонування підприємства, повинні забезпечити дохід, що відповідає мінімально можливому рівню рентабельності. Самофінансування означає повну окупність витрат на ви-

робництво і реалізацію продукції, інвестування в розвиток виробництва з власних коштів і, якщо потрібно, з банківських та комерційних кредитів.

Господарська самостійність, або самоврядування, полягає у:

- самостійному визначенні перспектив господарського розвитку (передусім, на підставі попиту на продукцію, роботи або послуги);
- самостійному плануванні економічної діяльності;
- забезпеченні виробничого і соціального розвитку суб'єкта господарювання.

Матеріальна відповідальність означає наявність певної системи відповідальності підприємства за ведення і результати господарської діяльності. Фінансові методи реалізації цього принципу різні для окремих ділових одиниць, їхніх керівників та працівників залежно від організаційно-правової форми.

Об'єктивну необхідність зацікавленості в позитивних результатах визначає мета підприємницької діяльності – систематичне отримання прибутку.

Контроль за фінансово-господарською діяльністю підприємства проводять органи державної влади й управління, уповноважені контрольні органи, аудиторські фірми, внутрішні служби контролю.

Формування фінансових резервів пов'язане з необхідністю забезпечення безперервності підприємницької діяльності з урахуванням високого рівня ризику через коливання ринкової кон'юнктури.

Ефективність і раціональність передбачають, що заходи фінансової політики мають сприяти поліпшенню фінансового стану та обґрунтовувати витрати на їхнє виконання.

Селективний підхід і професійність визначають необхідність вибору найліпшого варіанта фінансової політики серед можливих та фахового підходу до вирішення фінансових проблем підприємства.

Розрізняють декілька видів фінансової політики.

За напрямками реалізації фінансову політику підприємства поділяють на внутрішню і зовнішню. Внутрішня фінансова політика спрямована на фінансові відносини, процеси та явища, що відбуваються всередині підприємства. Зовнішня фінансова політика визначає діяльність підприємства в зовнішньому середовищі: на фінансових ринках, у кредитних відносинах тощо.

Якщо фінансова політика націлена на розвиток, удосконалення фінансових відносин або на позитивний результат для відповідного об'єкта фінансових відносин, то її називають конструктивною. У випадку, якщо особисті, групові й інші інтереси за певних умов завдають збитку, перешкоджають розвитку об'єкта, то таку фінансову політику вважають деструктивною.

Фінансова політика може бути протизаконною (кримінальною), якщо в ній допускають відхилення від чинного законодавства. Не кожна деструктивна фінансова політика є протизаконною, оскільки суб'єкти не тільки конструктивної, а й деструктивної політики прагнуть діяти в межах закону.

Підприємство визначає фінансову політику під впливом трьох груп *чинників* (рис. 3.4).

Чинники мікроекономічного характеру	Чинники макроекономічного характеру	Специфічні фінансово-економічні чинники
Споживчий попит на продукцію, яку реалізує підприємство, та товарна пропозиція; рівень цін на товари; конкурентне середовище; ринкова частка підприємства та його конкурентоспроможність	Податкова політика; оплата праці; регулювання доходів та цін; грошово-кредитна політика; кон'юнктура ринків ресурсів та капіталів	Час, інфляція, ризики (ризики неплатежів, інфляційні коливання, фінансові кризи та інші непередбачувані фінансово-економічні обставини)

Рис. 3.4. Чинники фінансової політики підприємства

Фінансова політика підприємства охоплює декілька *напрямів*:

- облікова політика;
- податкова політика;
- амортизаційна політика;
- політика ціноутворення;
- політика управління грошовими активами;
- політика управління доходами і витратами;
- кредитна політика;
- дивідендна політика.

Облікова політика підприємства визначає та зумовлює фінансову політику через: визнання активів, доходів і витрат; організацію документального оформлення процесів постачання, виробництва та збуту; оцінювання коштів підприємства і джерел їхнього утворення; організацію синтетичного й аналітичного обліку; форми та терміни розрахунків за дебіторською і кредиторською заборгованістю; методи погашення вартості активів у разі нарахування амортизації; систему внутрішньогосподарського обліку та звітності; організацію стратегічного обліку.

Податкова політика підприємства є сукупністю положень податкового обліку, які підприємство визначає самостійно, а також норм податкового права, які підприємство повинно визначити для цілей обчислення і сплати податків. У ході формування податкової політики необхідно враховувати, як кожен з податкових платежів впливатиме на показники фінансово-господарської діяльності.

Амортизаційна політика спрямована на таке: оцінювання майна, яке амортизують; визначення термінів корисного використання основних засобів і нематеріальних активів; вибір та обґрунтування методів нарахування амортизації; забезпе-

чення цільового використання амортизаційних відрахувань; запобігання надмірному моральному і фізичному зносу майна, яке амортизують; визначення необхідного обсягу відновлення необоротних активів; вибір найефективніших форм відтворення основних засобів; удосконалення технологічної і вікової структури активів.

Політика ціноутворення, або цінова політика, також є важливим елементом фінансової політики. Саме від рівня цін на товари залежать результати господарської діяльності. Цінова політика визначає специфіку цін, можливі варіанти їхньої зміни залежно від цілей і завдань, запланованих для досягнення підприємством у короткотривалому періоді та в перспективі, а також пов'язує в інтегровану систему окремі фінансові рішення щодо: методів визначення цін на нові товари; співвідношення цін підприємства з цінами конкурентів; взаємозв'язок цін на товари в межах номенклатури виробництва; використання системи знижок і частоти зміни ціни тощо.

Політика управління грошовими активами пов'язана із забезпеченням діяльності підприємства необхідними коштами через розрахунок мінімальних та оптимальних залишків грошей у готівковій і безготівковій формі, оптимізацією грошового обороту через вибір способів та схем розрахунків, мінімізацією розривів між надходженням коштів і їхнім використанням.

Політику управління доходами і витратами реалізують за допомогою системи планів та бюджетування. Вона передбачає розроблення планів, прогнозів, кошторисів (бюджетів) за головними елементами надходжень і витрат та проведення ефективного контролю за їхнім виконанням.

У рамках кредитної політики вирішують питання про забезпечення оборотними коштами: визначають розмір власного оборотного капіталу та потребу в позиковому; необхідність залучення довготермінових кредитів; вивчають структуру капіталу і фінансову стійкість підприємства; визначають кредитні фінансові установи й умови кредитування тощо.

Дивідендна політика передбачає формування взаємовідносин між власниками та керівництвом підприємства й інвесторами і повинна привести до рівноваги їхніх інтересів відповідно до теорії агентських відносин, а також теорії портфеля, теорії структури капіталу з метою максимізації ціни підприємства.

У системі управління підприємством виділяють три *типи фінансової політики* – агресивний, поміркований і консервативний [16, 17].

Агресивний тип фінансової політики характеризує стиль і методи ухвалення управлінських фінансових рішень, орієнтованих на досягнення найвищих результатів у фінансово-господарській діяльності незалежно від рівня фінансових ризиків, що її супроводжують. Оскільки рівень результативності фінансової діяльності за окремими її параметрами, зазвичай, кореспондує з рівнем фінансових ризиків, то можна констатувати, що агресивний тип фінансової політики генерує найвищі рівні фінансових ризиків.

Поміркований тип фінансової політики характеризує стиль і методи ухвалення управлінських рішень, орієнтованих на досягнення середньогалузевих результатів фінансово-господарської діяльності за середніх рівнів фінансових ризиків. За такого типу фінансової політики підприємство, не уникаючи фінансових ризиків, відмовляється проводити фінансові операції з їхнім надмірно високим рівнем навіть за очікуваного високого фінансового результату.

Консервативний тип фінансової політики характеризує стиль і методи ухвалення управлінських рішень, орієнтованих на мінімізацію фінансових ризиків. Гарантуючи достатній рівень фінансової безпеки підприємства, такий тип фінансової політики не може забезпечити досить високих кінцевих результатів фінансово-господарської діяльності.

Розглянемо практичні аспекти відмінностей реалізації агресивної, поміркованої і консервативної фінансової політики на прикладі управління поточними активами.

Якщо підприємство не ставить ніяких обмежень у нарощуванні поточних активів, надає перевагу грошовим коштам, має значні запаси сировини і готової продукції та, стимулюючи покупців, значно збільшує дебіторську заборгованість, то це ознаки агресивної політики управління поточними активами. Агресивна політика здатна запобігти зростанню ризику технічної неплатоспроможності, однак не може забезпечити підвищену економічну рентабельність активів (табл. 3.1). З позицій поточного фінансування абсолютна перевага у пасивах належить короткостроковому кредиту. За такої політики підприємства зростає рівень ефекту фінансового важеля (детальніше див. Розділ 8).

Таблиця 3.1

Ознаки і результати реалізації агресивної, поміркованої та консервативної політики управління поточними активами

Показники	Агресивна політика	Поміркована політика	Консервативна політика
Виторг від реалізації продукції	1 000 000	1 000 000	1 000 000
Чистий прибуток	200 000	200 000	200 000
Поточні активи	600 000	500 000	400 000
Основні активи	500 000	500 000	500 000
Загальна сума активів	1 100 000	1 000 000	900 000
Питома вага поточних активів у загальній сумі всіх активів, %	54,55	50,0	44,44
Економічна рентабельність активів, %	200 000 / 1 100 000 = 18,18	200 000 / 1 000 000 = 20,0	200 000 / 900 000 = 22,22

Доповнено до [17].

Те, що підприємство всіляко стримує зростання поточних активів, намагаючись мінімізувати їх (питома вага поточних активів у загальній сумі всіх активів низька, а період оборотності оборотних коштів короткий), є ознакою консервативної політики управління поточними активами. Таку політику підприємства ведуть або в умовах достатньої визначеності ситуації, коли обсяг продажів, терміни надходжень і витрат, необхідний обсяг запасів, точний час їхнього споживання тощо відомі заздалегідь, або за потреби значної економії практично на всьому.

Консервативна політика управління поточними активами забезпечує високу економічну рентабельність активів, однак спричиняє надмірний ризик виникнення технічної неплатоспроможності за найменшої затримки або помилок у розрахунках, що веде до десинхронізації термінів надходжень і витрат підприємства. Ознакою консервативної політики управління поточними пасивами слугує відсутність або дуже низька питома вага короткострокового кредиту у загальній сумі джерел фінансового забезпечення господарської діяльності. І стабільні, і нестабільні активи в цьому разі формують з постійних пасивів (власних коштів і довгострокових позикових коштів).

Якщо підприємство дотримується "центристської позиції", то це поміркована політика управління поточними активами. У цьому випадку й економічна рентабельність активів, і ризик технічної неплатоспроможності, і період оборотності оборотних коштів перебувають на середніх рівнях. За помірного управління поточними пасивами характерний нейтральний (середній) рівень короткого кредиту у структурі фінансових ресурсів суб'єкта господарювання.

Специфіка фінансової політики спонукає підприємця чітко уявляти намічені цілі, прийоми, засоби, механізми і можливості їхнього досягнення. Проведення фінансової політики потребує добору адекватних форм та способів її реалізації. Ця політика покликана врахувати багатофакторність, багатокомпонентність і багатоваріантність управління фінансами для досягнення визначених цілей та виконання поставлених завдань. Без фінансової політики дії керівництва і персоналу стають неусвідомленими, хаотичними, недалекоглядними. У підсумку підприємство потрапляє у велику залежність від випадкових обставин. Тому фінансова політика є необхідним елементом управління, її побудова і проведення не тільки відображають цілі роботодавців, а й характеризують цілеспрямованість менеджменту, здатність систематично відстежувати та реалізовувати інтереси сторін управління у фінансово-виробничих процесах.

3.3. Стратегія і тактика ухвалення фінансових рішень

Залежно від тривалості періоду і характеру вирішуваних завдань фінансову політику поділяють на фінансову стратегію і фінансову тактику.

Визначення стратегічних напрямів у фінансовому менеджменті ґрунтується на перспективному баченні динаміки і потоків фінансових ресурсів, що за-

безпечують збільшення капіталу та зростання підприємства загалом. Фінансову стратегію можна визначити як узагальнений план фінансового управління, який орієнтовано на досягнення головних цілей підприємства завдяки виявленню та реалізації довготермінових конкурентних переваг на ринку.

Фінансова стратегія – довготривалий курс фінансової політики, що передбачає досягнення великомасштабних завдань розвитку підприємства та охоплює період понад 12 місяців або період, що перевищує операційний цикл.

Ефективність фінансової стратегії залежить від того, чи враховує вона реальні економічні можливості підприємства та стан і тенденції розвитку зовнішнього щодо підприємства економічного середовища.

Усебічно враховуючи фінансові можливості підприємств, об'єктивно оцінюючи характер внутрішніх та зовнішніх чинників, фінансова стратегія забезпечує відповідність фінансово-економічних можливостей підприємства умовам, які склалися на товарному і фінансовому ринках.

Процес формування фінансової стратегії підприємства об'єднує:

- визначення періоду реалізації стратегії;
- аналіз чинників зовнішнього і внутрішнього фінансового середовища підприємства;
- формування стратегічної мети господарської діяльності;
- окреслення напрямів фінансової політики підприємства;
- розроблення системи заходів щодо забезпечення реалізації фінансової стратегії;
- оцінювання розробленої фінансової стратегії.

Важливим моментом у розробленні фінансової стратегії підприємства є визначення періоду її реалізації. Тривалість цього періоду залежить, передусім, від тривалості періоду формування загальної стратегії розвитку підприємства. Крім того, на нього впливають: динаміка макроекономічних процесів, зміни, що відбуваються на фінансовому ринку, галузева належність і специфіка виробничої діяльності підприємства тощо.

У процесі формування фінансової стратегії значну увагу приділяють аналізу чинників зовнішнього середовища, вивченню економіко-правових умов фінансової діяльності підприємства та врахуванню ризику.

Систему стратегічних цілей підприємства потрібно формувати чітко і коротко, відображаючи кожну з цілей у конкретних показниках – нормативах. До таких нормативів належать:

- середньорічний темп зростання власних фінансових ресурсів, які формують з внутрішніх джерел;
- мінімальна частка власного капіталу;
- коефіцієнт рентабельності власного капіталу підприємства;
- співвідношення оборотних і необоротних активів підприємства тощо.

Унаслідок розроблення системи заходів, що забезпечують реалізацію фінансової стратегії, на підприємстві формують "центри відповідальності", визначають права, зобов'язання і відповідальність їхніх керівників за результати реалізації фінансової стратегії підприємства.

Важливим етапом розроблення фінансової стратегії підприємства є оцінювання її ефективності. Така оцінка може ґрунтуватися на прогнозованих розрахунках різних фінансових показників, а також на прогнозі динаміки нефінансових результатів реалізації розробленої стратегії, таких як зростання ділової репутації підприємства, підвищення рівня управління фінансовою діяльністю його структурних підрозділів тощо.

Ефективність фінансової стратегії досягають за таких умов:

- відповідності розробленої фінансової стратегії загальній стратегії підприємства – ступеня узгодженості цілей, напрямів та етапів реалізації цих стратегій;
- узгодженості фінансової стратегії підприємства з прогнозованими змінами у зовнішньому економічному середовищі;
- реалізації розробленої підприємством фінансової стратегії щодо формування власних і залучених зовнішніх фінансових ресурсів тощо.

У процесі розроблення фінансової стратегії важливе значення має виробництво конкурентоспроможної продукції, повнота виявлення грошових доходів, мобілізація внутрішніх ресурсів, максимальне зниження собівартості продукції, формування та розподіл прибутку, визначення оптимальної потреби в оборотних коштах, раціональне застосування залучених коштів, ефективне використання капіталу підприємства.

Фінансова стратегія підприємства забезпечує:

- формування та ефективне використання фінансових ресурсів;
- обґрунтування найефективніших напрямів інвестування і зосередження фінансових ресурсів на цих напрямках;
- відповідність фінансових дій економічному стану та матеріальним можливостям підприємства;
- визначення головної загрози з боку конкурентів, правильний вибір напрямів фінансових дій і маневрування ними для досягнення вирішальної переваги над конкурентами.

Успіх фінансової стратегії підприємства гарантований, якщо фінансові стратегічні цілі відповідають реальним фінансово-економічним можливостям підприємства, чітко централізоване фінансове керівництво, а його методи є гнучкими й адекватними змінам фінансово-економічної ситуації.

У науковій літературі пропонують різні *види головної фінансової стратегії* підприємства [17–19], які узагальнено у табл. 3.2.

Вагомим чинником, що визначає вибір головної фінансової стратегії підприємства, є його початкова фінансова позиція. Водночас необхідно зважати на стадію

життєвого циклу підприємства, фінансовий менталітет його власників, рівень кваліфікації фінансових менеджерів.

Таблиця 3.2

Види головної фінансової стратегії підприємства

Вид головної фінансової стратегії підприємства	Ознаки формування та реалізації відповідної фінансової стратегії
Стратегія інтенсивного зростання	Агресивна фінансова політика; придбання інших підприємств; інтенсивне залучення капіталу й активне інвестування, спрямовані на збільшення фінансового потенціалу; активне маркетингове просування продукції, розширення асортименту, освоєння нових ринків збуту; посилення і розширення ринкової позиції
Стратегія поступового розвитку	Поміркована фінансова політика; поступове нарощення обсягів виробництва; помірне зростання прибутковості та поліпшення головних фінансових і виробничо-економічних параметрів господарської діяльності; забезпечення ефективного співвідношення власних та позикових фінансових ресурсів; намагання збалансувати темпи зростання операційної діяльності й рівень фінансової безпеки підприємства
Антикризова фінансова стратегія	Консервативна фінансова політика; забезпечення фінансової стабілізації в разі значного скорочення обсягів виробництва (виходу з окремих ринків чи сегментів), необхідності подолання фінансової кризи на підприємстві

Важливим елементом формування фінансової стратегії є складання програми стратегічного фінансового розвитку підприємства. Така програма повинна відображати головні результати стратегічного фінансового вибору підприємства і забезпечувати їх синхронізацію з цільовими орієнтирами, а також за термінами реалізації окремих взаємозалежних стратегічних фінансових рішень.

У рамках описаних вище базових фінансових стратегій можуть бути реалізовані різні стратегічні альтернативи управління фінансами залежно від загальної стратегії економічного розвитку підприємства.

Поряд зі стратегічним фінансовим менеджментом важливу роль у веденні господарської діяльності відіграє **тактичне фінансове управління**, спрямоване на фінансування простого відтворення. Тактичний фінансовий менеджмент охоплює фінансові рішення й заходи, розраховані на період до 12 місяців або на період тривалості операційного циклу. Фінансова тактика передбачає вирішення локальних завдань конкретного етапу розвитку підприємства завдяки своєчасній зміні фінансових зв'язків, перерозподілу грошових ресурсів між видами витрат і структурними підрозділами (філіями).

Тактика фінансового менеджменту спрямована на ухвалення рішень у сфері управління витратами (асортиментом продукції), витратами й обсягом виробництва, майном і джерелами фінансування та може вирішувати власне тактичні й оперативно-тактичні фінансово-економічні завдання у господарській діяльності (рис. 3.5).

Стратегічні фінансово-економічні завдання	Тактичні фінансово-економічні завдання	Оперативно-тактичні фінансово-економічні завдання
<ul style="list-style-type: none"> - збільшення добробуту власників; - зростання ринкової вартості акцій підприємства; - максимізація прибутку; - розширене відтворення 	<ul style="list-style-type: none"> - збільшення частки на ринку; - мінімізація ризику; - уникнення банкрутства; - збільшення рентабельності; - зниження собівартості; - зростання обсягів виробництва і виторгу 	<ul style="list-style-type: none"> - розроблення цінової політики; - управління поточними витратами; - управління оборотними активами і кредиторською заборгованістю; - управління фінансуванням поточної діяльності; - організація поточного фінансового планування

Рис. 3.5. Типова сукупність стратегічних, тактичних та оперативно-тактичних фінансово-економічних завдань підприємства

Доповнено до [20, с. 14].

Метою вибору фінансової тактики є визначення оптимального розміру оборотних активів і джерел їхнього фінансування – як власних, так і залучених. Тактичними завданнями фінансового менеджменту в сучасних умовах вважають: забезпечення необхідними обсягами грошових коштів, забезпечення рентабельності продажів та можливостей самозростання капіталу тощо.

Тактичне управління фінансами, на відміну від стратегічного, спрямоване на забезпечення відшкодування поточних витрат з отриманих доходів, регулювання обсягу поточних грошових виплат. Вирішальну роль відіграє ефективність використання наявних грошових коштів у конкретний проміжок часу.

Базовими ланками тактичного фінансового менеджменту є:

- управління оборотним капіталом;
- короткотермінове фінансування;
- поточне фінансове планування.

Часто розуміння оперативно-тактичного менеджменту зводять до управління готівкою. Управління готівкою спрямоване, по-перше, на забезпечення такої суми грошових коштів, якої буде достатньо для виконання фінансових зобов'язань; по-друге, на досягнення високої дохідності від використання тимчасово вільних коштів як капіталу.

У процесі управління готівкою необхідно: збільшувати швидкість надходження грошових коштів; знижувати темпи грошових виплат; забезпечувати максимальний позитивний ефект від вкладення коштів.

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

- максимізація прибутку за допомогою систематичного пошуку резервів його зростання;
- максимізація власного капіталу підприємства;
- оптимізація руху грошових коштів;
- безперервне та якісне планування й прогнозування фінансових ресурсів на підставі аналізу їхнього формування та використання за ретроспективний період;
- постійне зміцнення фінансової стійкості підприємства за допомогою його фінансового оздоровлення;
- підвищення платоспроможності та конкурентоспроможності підприємства;
- забезпечення ліквідності балансу;
- оцінювання фінансового стану;
- підвищення ефективності використання майна;
- забезпечення ділової активності;
- оптимізація цін на продукцію та послуги підприємства.

Функціонування фінансового менеджменту у короткотерміновому періоді передбачає вирішення таких питань: принципи ухвалення цінових рішень та оперативне комплексне управління поточними активами й поточними пасивами. Цінові питання, будучи, по суті, маркетинговими, пов'язані з ухваленням фінансових рішень. Для фінансових менеджерів практично важливим є визначення функціональної залежності між ціною та обсягом виробництва продукції (залежно від фази життєвого циклу товару і його типу), між ціною та збільшенням виторгу в разі стимулювання попиту за допомогою знижок чи націнок (розмір знижки (націнки) – розмір попиту – виторг – прибуток). Силу (слабкість) такого взаємозв'язку визначають еластичністю–нееластичністю. Фінансовим менеджерам корисно робити відповідні розрахунки для підприємства за кожною товарною групою, що дасть змогу оптимізувати фінансові надходження у короткотерміновому періоді.

Комплексне управління поточними активами і поточними пасивами зводиться до вирішення таких завдань.

1. Перетворення фінансово-експлуатаційних потреб (ФЕП) підприємства у від'ємну величину.

Фінансово-експлуатаційні потреби, у широкому розумінні, є різницею між поточними активами і поточними пасивами. Зокрема, поточні фінансові потреби визначають по-різному:

- 1) різниця між поточними активами (за мінусом грошових коштів) і кредиторською заборгованістю;
- 2) різниця між коштами, іммобілізованими в запасах сировини, готової продукції, а також у дебіторській заборгованості, і сумою кредиторської заборгованості;
- 3) не покрита ні власними коштами, ні довгостроковими кредитами, ні кредиторською заборгованістю частина чистих оборотних активів;
- 4) нестача власних оборотних коштів;

- 5) дефіцит у бюджеті підприємства;
- 6) потреба в короткостроковому кредиті підприємства.

Практичне значення має таке трактування фінансово-експлуатаційних потреб:

$$\text{ФЕП} = З + \text{ДЗ} - \text{КЗ}, \quad (3.2)$$

де ФЕП – фінансово-експлуатаційні потреби; З – запаси; ДЗ – дебіторська заборгованість; КЗ – кредиторська заборгованість.

2. Прискорення оборотності оборотних коштів підприємства, скорочення часу їхнього обороту.

3. Вибір прийнятної для підприємства типу комплексного управління поточними активами і поточними пасивами.

У досягненні головної мети фінансового менеджменту доводиться обирати між рентабельністю і ліквідністю або нехтувати одним та іншим з намаганням поєднати інтенсивний розвиток з достатнім рівнем готівки і високою платоспроможністю. Низькі значення коефіцієнта поточної ліквідності (співвідношення поточних активів і поточних пасивів) можуть свідчити не про низьку фінансову спроможність, а про динамічний розвиток підприємства та швидке нарощення обороту.

Наприклад, підприємство, придбавши кредитні ресурси, очікує їхнього ефективного використання, а з іншого боку, придбання позикових коштів збільшує фінансові зобов'язання. Тому необхідно вирішити, яка ситуація буде найліпшою: чи раціональне вкладення позикового капіталу з деякою втратою рівня ліквідності, чи відмова від додаткового користування кредитними ресурсами зі збереженням необхідного рівня ліквідності, чи поєднання двох фінансових аспектів управління господарською діяльністю.

Критерієм вибору тієї чи іншої моделі поведінки може бути коефіцієнт покриття приросту активів нетто-результатом експлуатації інвестицій, або показник ліквідності (у зарубіжній фінансовій практиці) [21]:

$$K_{\text{па}} = \frac{\text{НРЕІ}}{\Delta A}, \quad (3.3)$$

де НРЕІ – нетто-результат експлуатації інвестицій; ΔA – зміна (приріст) активів підприємства.

Проілюструємо залежність між коефіцієнтом покриття приросту активів ($K_{\text{па}}$) і економічною рентабельністю (ЕР) [21]:

$$\text{ЕР} - K_{\text{па}} = \frac{\Delta A}{A}, \quad (3.4)$$

де ЕР – економічна рентабельність; $K_{\text{па}}$ – коефіцієнт покриття приросту активів; ΔA – зміна (приріст) активів підприємства; A – сумарний обсяг активів.

У ході визначення доцільних темпів приросту обороту підприємство повинно вирішити, на підставі чого підвищуватиме ділову активність:

- 1) за допомогою самофінансування. Якщо прибуток залишається нерозподіленим і структура пасивів зміниться на користь власних фінансових ресурсів, то темпи приросту продажу обмежені рівнем чистої рентабельності активів;
- 2) за допомогою самофінансування і кредитування:
 - якщо доцільним визнають темп приросту обороту, який збігається з приростом власних коштів, то на таке ж значення збільшують і позикові джерела фінансування;
 - якщо темп приросту обороту перевищує можливий темп приросту власних фінансових ресурсів, то необхідно залучити додаткові позикові кошти.

Необхідність у додатковому банківському кредиті на покриття дефіциту оборотних коштів, що утворюються в процесі реалізації інвестиційного проекту, розраховують за допомогою [17]:

- 1) показника норми кредитного покриття інвестицій

$$H_{\text{кп}} = \frac{\text{ДПК}}{I_a + \text{ДФП}},$$

де ДПК – довгострокові позикові кошти, необхідні для реалізації проекту; I_a – сума інвестицій в основні активи; ДФП – сума додаткових поточних фінансових потреб;

- 2) показника норми самофінансування інвестицій

$$H_{\text{сл}} = \frac{D_c}{I_a + \text{ДФП}},$$

де D_c – джерела самофінансування, які спрямовують на реалізацію проекту; I_a – сума інвестицій в основні активи; ДФП – сума додаткових поточних фінансових потреб;

- 3) показника норми покриття поточних фінансових потреб

$$H_{\text{ппфп}} = H_{\text{кп}} + H_{\text{сл}}$$

Якщо показник покриття $H_{\text{ппфп}} < 1$, то це свідчить про дефіцит коштів для покриття поточних витрат і додаткову потребу підприємства в короткострокову кредиті.

Поєднання стратегічних і тактичних аспектів фінансової політики підприємства відображають такі взаємозв'язки (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Взаємозв'язок перспективних завдань і показників стратегічного та тактичного фінансового менеджменту

Перспективні завдання	Перспективні показники
Необхідність інвестицій	Фінансова стійкість підприємства
Постійні і змінні витрати інвестиційного процесу	Платоспроможність, ліквідність балансу, кредитоспроможність, рентабельність (фінансова привабливість)
Поточні фінансові потреби підприємства	Балансові показники
Структура капіталу підприємства	Фінансові коефіцієнти

І тактичні, і стратегічні цілі фінансового менеджменту однаково пріоритетні, оскільки тактика є формою деталізації стратегії, її розробляють згідно з визначеними стратегічними орієнтирами діяльності підприємства.

Нерідко з огляду на потребу поліпшити поточні фінансові показники фінансові менеджери змушені на деякий час (або навіть зовсім) відмовитися від певних стратегічних дій. Наприклад, тактичні завдання можуть бути для підприємства першочерговими у таких випадках:

- якщо серйозно погіршиться фінансовий стан підприємства і виникне реальна загроза банкрутства;
- якщо вилучення ресурсів для реалізації стратегічних завдань може призвести до погіршення фінансових показників підприємства протягом кількох років;
- якщо запропоновані стратегічні дії є дуже ризикованими і можуть мати непередбачуваний вплив на ринкові позиції підприємства та його платоспроможність.

Отже, головні фінансові завдання, що їх вирішує фінансовий менеджмент підприємства, стосуються формування фінансових ресурсів та їхнього вкладення у вигляді активів для ведення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Фінансові рішення ухвалюють в умовах об'єктивних обмежень, важливими з яких є можливі обсяги залучення капіталу, законодавчі положення щодо фінансової діяльності, дивідендна політика тощо. Критеріями ухвалення і, відповідно, оцінювання ефективності фінансових рішень, які задовольняють фінансові цілі, є обсяг отриманого прибутку, підвищення рівня фінансової стійкості і ліквідності та зміцнення фінансового стану підприємства.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Перелічіть концепції фінансового менеджменту, що визначають головну мету і параметри діяльності підприємства. Охарактеризуйте їхній зміст.

2. Які з концепцій належать до сфери управління фінансовими інструментами? Розкрийте їхню сутність.
3. Обґрунтуйте необхідність концепцій інформаційного забезпечення економічних суб'єктів у фінансовому менеджменті.
4. Що таке фінансова політика підприємства? Ухвалення яких фінансових рішень вона об'єднує?
5. Виділіть критерії формування і реалізації фінансової політики суб'єкта господарювання.
6. Охарактеризуйте вплив чинників макроекономічного, мікроекономічного та фінансового характеру на формування фінансової політики підприємства.
7. Які є типи фінансової політики? Розкрийте їхні особливості.
8. Що таке фінансова стратегія? Яких видів може набувати головна фінансова стратегія підприємства?
9. Проаналізуйте взаємозв'язок стратегічних, тактичних й оперативно-тактичних фінансово-економічних завдань господарської діяльності.
10. Окресліть практичні аспекти тактики фінансового менеджменту.



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

1. На яких концепціях ґрунтується фінансовий менеджмент:

- 1) концепціях, що опосередковують реалізацію мети та головних параметрів фінансово-господарської діяльності підприємства;
- 2) концепціях, які забезпечують реальну ринкову оцінку окремих фінансових інструментів інвестування у процесі їхнього вибору;
- 3) концепціях, які пов'язані з інформаційним забезпеченням економічних суб'єктів;
- 4) на усіх перелічених групах концепцій.

2. Мінімізацію витрат за використання фінансових ресурсів підприємства обґрунтовує концепція ...

- 1) управління вартістю;
- 2) пріоритету фінансово-економічних інтересів власників;
- 3) вартості капіталу;
- 4) ефективності розподілу коштів.

3. Головне положення концепції вартості грошей у часі таке:

- 1) гроші втрачають вартість з плином часу через інфляцію і ризик;
- 2) фінансовий менеджмент враховує динамічну природу бізнесу, тому об'єктом управління є рух грошей;
- 3) у фінансовому управлінні необхідно враховувати вплив внутрішніх та зовнішніх чинників на результат діяльності підприємства;

- 4) в основі формування оптимальної структури капіталу як критерій має бути мінімум його ціни.
- 4. Різноманітність цілей зацікавлених учасників фінансової системи підприємства розглядає концепція ...**
 - 1) підприємницького і фінансового ризику;
 - 2) агентських відносин;
 - 3) асиметричності інформації;
 - 4) ефективності ринку.
- 5. Важливими структурними елементами фінансової політики є ...**
 - 1) управління майном;
 - 2) управління капіталом;
 - 3) управління фінансовими результатами;
 - 4) усе перелічене.
- 6. Складовими фінансової політики підприємства можуть бути ...**
 - 1) облікова політика;
 - 2) кредитна політика;
 - 3) дивідендна політика;
 - 4) усі перелічені.
- 7. Стиль і методи ухвалення фінансових рішень, орієнтованих на досягнення найвищих результатів господарської діяльності незалежно від рівня фінансових ризиків, передбачає ...**
 - 1) агресивна фінансова політика;
 - 2) захисна фінансова політика;
 - 3) поміркована фінансова політика;
 - 4) консервативна фінансова політика.
- 8. Для фінансової стратегії як різновиду фінансової політики характерне ...**
 - 1) планування досягнення великомасштабних завдань розвитку підприємства;
 - 2) період понад 12 місяців або період, що перевищує операційний цикл;
 - 3) формування програми стратегічного фінансового розвитку підприємства;
 - 4) усе перелічене.
- 9. Фінансову стратегію інтенсивного розвитку пріоритетно реалізують через розроблення фінансової політики ...**
 - 1) агресивного типу;
 - 2) поміркованого типу;
 - 3) консервативного типу;
 - 4) захисного типу.
- 10. Важливими ланками тактичного фінансового менеджменту є ...**
 - 1) управління оборотним капіталом;
 - 2) короткотермінове фінансування;
 - 3) поточне фінансове планування;
 - 4) усе перелічене.



ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ

На підставі аналізу агрегованих даних фінансової звітності суб'єкта господарювання за п'ять років (Додаток І)

- 1) зробіть висновки про:
 - пріоритетність концепцій фінансового менеджменту,
 - стиль фінансового управління,
 - тип фінансової політики,
 - стратегічні й тактичні фінансові заходи;
- 2) обґрунтуйте перспективну фінансову програму розвитку підприємства у розрізі стратегічних, тактичних, оперативно-тактичних завдань фінансово-господарської діяльності.



ЛІТЕРАТУРА

1. Simon Herbert A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice / Herbert A. Simon // Quarterly J. of Economics. – 1955. – Vol. 69. – P. 99–118.
2. Rappaport A. Creating shareholder value : The new standard for business performance / A. Rappaport. – N.Y. : The FreePress, 1998. – 205 p.
3. Stewart G. Bennet. The Quest For Value: the EVA Management Guide / G. Bennet Stewart. – N. Y.: Harper Business, 1991. – 738 p.
4. McTaggart J. The Value Imperative : Managing for Superior Shareholder Returns / J. McTaggart, P. Kontes, M. Mankins. – N.Y. : The Free Press, 1994. – 367 p.
5. Arnold G. Value-Based Management : Context and Application / G. Arnold, M. Davies. – John Wiley & Sons : Chichester, UK, 2000. – 384 p.
6. Коупленд Т. Стоимость компаний : оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин ; 3-е изд., перераб. и доп. ; пер. с англ. – М. : ЗАО "Олимп-Бизнес", 2005. – 576 с.
7. Корж Р. В. Фінансові аспекти формування вартості підприємства / Р. В. Корж, Н. В. Шевчук // Ефективна економіка. – 2012. – № 6 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1197>
8. Williams John Burr. Theory of investment value / John Burr Williams. – Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1938.
9. Modigliani F. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment / F. Modigliani, M. Miller. – 1958.
10. Markowitz H. M. Portfolio Selection / H. M. Markowitz // The J. of Finance. – 1952. № 7 (1). – P. 77–91. doi:10.2307/2975974

11. Sharpe William F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk / William F. Sharpe // J. of Finance. – 1964. № 19 (3). – P. 425–442. doi:10.2307/2977928.
12. Tobin James. Liquidity preference as behavior towards risk / James Tobin // The Review of Economic Studies. – 1958. Vol. 25(2). P. 65–86. doi:10.2307/2296205.
13. Lintner John. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets / John Lintner // The Review of Economics and Statistics (The MIT Press). – 1965. – Vol. 47(1). – P. 13–39. doi:10.2307/1924119.
14. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія) : навч. посібник / В. М. Опарін ; 2-ге вид., доп. і перероб. – К. : КНЕУ, 2002. – 240 с.
15. Фінансовий менеджмент : навч. посібник / Г. Г. Кірейцев, Н. Г. Виговська, О. М. Петрук. – Житомир : ЖІТІ, 2001. – 440 с.
16. Бланк І. О. Фінансовий менеджмент : навч. посібник / І. О. Бланк. – К. : Ельга, 2008. – 724 с.
17. Финансовый менеджмент : Теория и практика : учебник / Под ред. Е. С. Стояновой ; 5-е изд. (перераб. и доп.). – М. : Перспектива, 2002. – 560 с.
18. Партин Г. О. Фінансова стратегія у системі управління фінансами підприємств / Г. О. Партин, О. Я. Митрухіна // Наук. вісник Нац. лісотехн. ун-ту України, 2009. – Вип. 19,6. – С. 208–214.
19. Колісник М. К. Фінансова санація і антикризове управління підприємством : навч. посібник / М. К. Колісник, П. Г. Ільчук, П. І. Віблій. – К. , 2007. – 272 с.
20. Рахимов Т. Р. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / Т. Р. Рахимов. – Томск : Изд-во Томского политехн. ун-та, 2012. – 264 с.
21. Попов В. М. Анализ финансовых решений в бизнесе : учеб. пособие / В. М. Попов, С. И. Ляпунов. – М. : Кнорус, 2007. – 240 с.
22. Фінансовий менеджмент : підручник / Кер. авт. кол. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – К. : КНЕУ, 2005. – 536 с.
23. Рясних Є. Г. Основи фінансового менеджменту : навч. посібник / Є. Г. Рясних. – К. : Академвидав, 2010. – 336 с.



УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- 4.1. Зміст і значення грошових потоків у функціонуванні підприємств.
- 4.2. Класифікація грошових потоків підприємств.
- 4.3. Організаційно-економічний механізм управління грошовими потоками підприємств.

4.1. Зміст і значення грошових потоків у функціонуванні підприємств

Грошові кошти є невіддільним елементом усіх сторін життя людей, усіх стадій суспільного виробництва. Наприклад, ще в працях А. Антоновича наголошено на винятково важливому значенні грошей у стимулюванні виробництва. Учений писав: "Ми прагнули довести, що гроші мають безсумнівне значення у виробництві. Цінність або гідність грошової одиниці ми визначаємо якістю її роботи" [6, с.212]. На його думку, гроші є силою, що з'єднує чинники виробництва. "Гроші, спрямовані на продуктивні заняття, – зазначав А. Антонович, – приводять до цілеспрямованого поєднання чинників виробництва, до збільшення того попиту на продукти, котрий уречевлюється у них, стимулюючи бажане і сприятливе по-з'явлення промисловості" [6, с. 212].

Не менше значення мають грошові кошти і для життєдіяльності суб'єктів господарювання. Значення та роль грошей на рівні підприємства в умовах ринкової економіки з'ясовані Дж. Кейнсом у його всесвітньо відомій праці "Загальна теорія зайнятості, процентів та грошей" (1936). Згідно із дослідженнями Дж. Кейнса, існує три головні причини, що спонукають підприємство мати гроші [10, с. 4]:

- рутинність – грошові кошти використовують для виконання поточних операцій;
- обережність – грошові кошти необхідні для виконання непередбачених платежів;
- спекулятивність – грошові кошти потрібні для несподіваного вигідного інвестування. На рівні суб'єкта господарювання грошові кошти розглядають як ресурс і як результат його діяльності.

Гроші є матеріальною основою фінансових ресурсів підприємства. Їхня наявність на момент оцінки характеризує обсяг фінансових ресурсів, які можна інвестувати в новий цикл господарської діяльності, визначає стан поточної платоспроможності підприємства та ліквідності його активів.

Одночасно грошові кошти є результатом операційної, фінансової та інвестиційної діяльності підприємства. Обсяг їхнього генерування в процесі операційної діяльності засвідчує визнання ринком товарів та послуг, які пропонує підприємство. Гроші як результат інвестиційної діяльності характеризують, з одного боку, отриманий поточний ефект їхнього збільшення порівняно з сумою, авансованою в інвестиційні проекти, а з іншого, – обсяги імобілізації грошової маси з інвестиційних проектів у зв'язку з їхнім закінченням або виходом з них. Як результат фінансової діяльності кошти визначають обсяги залучення підприємством грошей на фінансовому ринку.

Грошові кошти підприємства оцінюють на підставі застосування статичного та динамічного підходів.

Статичний підхід до характеристики грошей визначає їх як наявний залишок (запас) коштів, що перебувають у розпорядженні підприємства на певний момент.

В основі динамічного підходу є поняття “грошові потоки”. Спектр поглядів щодо тлумачення цієї економічної категорії доволі широкий. Серед підходів найбільш поширеними є такі:

- грошові потоки – це різниця між отриманими та виплаченими підприємством грошовими коштами [9, с. 17; 13, с. 355; 18, с. 116; 20, с. 182].
- грошові потоки – це сума надлишку (нестачі) грошових коштів [7, с. 135; 14, с. 147].
- грошові потоки – це сукупність розподілених у часі надходжень і виплат грошових коштів підприємства, що генеровані його господарською діяльністю [4, с. 392; 2, с. 91; 5, с. 12; 12, с. 25; 15, с. 22; 21, с. 10].

У першому визначенні грошові потоки ототожують із залишком грошових коштів, що не відображає сутності цієї категорії. Друге – більше характерне для трактування чистого грошового потоку. Третє визначення найточніше відображає сутність згаданої економічної категорії.

Якщо узагальнити погляди вчених, то можна навести таке визначення сутності грошових потоків. **Грошові потоки** – це економічний процес, який опосередковується сукупністю розподілених у часі надходжень та виплат грошових коштів і їхніх еквівалентів, генерованих підприємством у ході реалізації господарської діяльності.

Формування грошових потоків є результатом прояву сукупності фінансово-економічних відносин та має певні ознаки [3, с. 12–27; 17, с. 57–58].

1. Грошові потоки відображають грошові відносини підприємства внутрішнього (між головним і дочірніми підприємствами; між різними структурними підрозділами; між підприємством та його засновниками; між підприємством та

його персоналом) і зовнішнього характеру (між підприємством та державою; між підприємством та установами інфраструктури фінансового ринку; між підприємством і його партнерами за операційною діяльністю й установами інфраструктури товарного ринку).

2. Грошові потоки – це процес, що відбувається у зв'язку з виконанням договірних зобов'язань між суб'єктами господарювання. Така характеристика зумовлює необхідність документального оформлення та підтвердження причини формування грошових потоків.

3. Грошові потоки підприємства безпосередньо пов'язані з функціонуванням грошей та грошової системи країни. Ефективність грошової системи країни впливає на функціонування суб'єктів господарювання. Наприклад, якщо грошова система в країні функціонує нормально, то вона дає змогу суттєво розширювати грошові потоки підприємств, сприяє ефективному використанню усіх грошових активів тощо. Якщо ж вона недосконала, то це призводить до сповільнення грошових потоків підприємств та їхньої розбалансованості.

4. Грошові потоки – це процес, пов'язаний з формуванням, розподілом та використанням капіталу підприємства. Основою грошових потоків підприємства є рух грошових активів, що належать йому на правах власності, тобто власний капітал у грошовій формі.

5. Грошові потоки підприємства нерозривно пов'язані з рухом залученого для реалізації господарської діяльності позикового капіталу у формі кредитів.

6. Грошові потоки підприємства характеризують оборот і трансформацію окремих видів його активів. Грошові активи, які використовує підприємство, перебувають у постійному русі, змінюючи види і форму. Результат такого постійного руху та трансформації – оборот активів – реалізують у вигляді певних повторюваних циклів.

7. Грошові потоки – це процес, що забезпечує генерування економічного ефекту. Адже використання грошових коштів підприємства в операційній та інвестиційній діяльності завжди потенційно може генерувати позитивний економічний ефект за умови раціонального їх застосування.

8. Грошові потоки підприємства відображають форми й обсяги функціонування підприємства на товарному та фінансовому ринках. Наприклад, значний обсяг надходжень і виплат грошових коштів у процесі операційної діяльності підприємства пов'язаний з реалізацією продукції та закупівлею сировини, матеріалів на товарному ринку. На фінансовому ринку (у різних його сегментах) підприємство залучає грошові кошти завдяки емісії акцій та облігацій, у формі банківського й інших видів кредиту, а використовує їх на обслуговування та повернення основної суми боргу, придбання фінансових інструментів інвестування.

9. Грошові потоки – це процес, що відбувається з урахуванням чинника часу. Темпи зростання обсягу грошових потоків, а також їхня структура за видами діяльності підприємства визначені під впливом чинника часу. Функціонування

грошового капіталу підприємства в часі завжди є результатом вибраної його власниками стратегії – використовувати його в цілях поточного споживання певного обсягу благ або залучити його в подальший економічний процес для отримання цих благ у більшій кількості в майбутньому.

10. Грошові потоки – це процес, що реалізується з урахуванням чинника ризику. Ризик є важливою характеристикою усіх форм використання грошових коштів у господарській діяльності підприємства. Рівень ризику використання грошових коштів прямо залежить від рівня очікуваного ефекту грошових потоків.

11. Грошові потоки – процес, що відбувається з урахуванням чинника ліквідності. Обслуговуючи процес кругообігу капіталу в грошовій формі, грошові потоки повинні забезпечувати не лише своєчасні надходження грошових коштів, а й певний рівень їхнього запасу з метою підтримання постійної платоспроможності.

4.2. Класифікація грошових потоків підприємств

З метою ефективного управління грошовими потоками необхідно їх систематизувати за певними ознаками. В економічній літературі трапляються такі підходи до критеріїв групування грошових потоків (рис. 4.1).

За значенням у формуванні кінцевих результатів								
За методом розрахунку обсягу								
За безперервністю формування								
За видами господарської діяльності								
За напрямом руху								
За масштабами обслуговування господарського процесу								
За оцінкою в часі								
За стабільністю часових інтервалів								
За достатністю								
За видом валюти								
За формою здійснення								
За передбачуваністю								
За сферою обігу								
За тривалістю								
За варіативністю напрямку руху								
За законністю здійснення								
За можливістю забезпечення платоспроможності								
За можливістю регулювання								
За збалансованістю								
	[3]	[21]	[15]	[22]	[2]	[16]	[17]	[10]

Рис. 4.1. Порівняльний аналіз класифікаційних ознак грошових потоків у працях науковців

Порівняльний аналіз засвідчив, що основними класифікаційними ознаками, на думку більшості авторів, є такі: масштаб обслуговування господарського процесу, вид господарської діяльності, напрям руху грошових коштів, метод розрахунку та рівень достатності обсягу грошових коштів, метод їхньої оцінки в часі, ритмічність формування та стабільність часових інтервалів.

На рис. 4.2 показано систематизовану класифікацію грошових потоків підприємств.

1. За відношенням до підприємства виділяють:

- внутрішній грошовий потік;
- зовнішній грошовий потік.

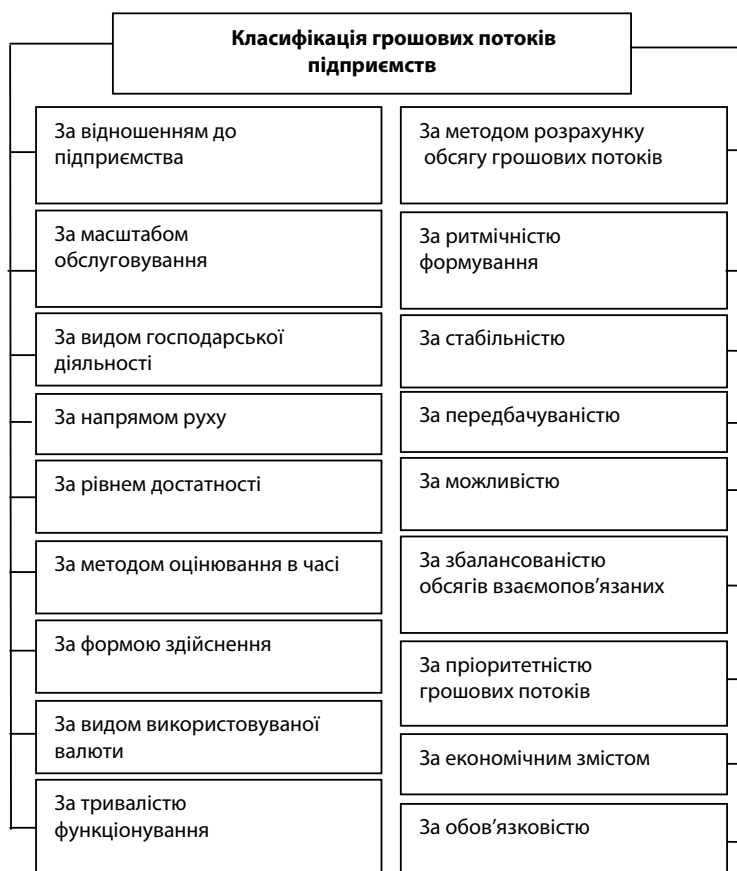


Рис. 4.2. Класифікація грошових потоків підприємств

Внутрішній грошовий потік характеризує сукупність надходжень та виплат грошових коштів у межах підприємства.

Зовнішній грошовий потік визначає сукупність надходжень та виплат грошових коштів підприємства із зовнішніми суб'єктами ринку – постачальниками, банками, державними органами тощо.

2. За масштабом обслуговування господарського процесу необхідно розрізнати:

- грошовий потік за окремою господарською операцією підприємства;
- грошовий потік структурної одиниці;
- грошовий потік підприємства загалом.

3. За видом господарської діяльності виділяють:

- грошовий потік від операційної діяльності;
- грошовий потік від інвестиційної діяльності;
- грошовий потік від фінансової діяльності.

Грошовий потік від операційної діяльності характеризують надходженням грошових коштів від покупців (замовників) та їхнім використанням, що пов'язане із забезпеченням виробничого процесу – виплатами постачальникам за сировину і матеріали, заробітної плати персоналу, податкових платежів тощо.

Грошовий потік від інвестиційної діяльності передбачає надходження та виплати грошових коштів, пов'язані з процесом інвестування.

Грошовий потік від фінансової діяльності характеризують рухом грошових коштів у зв'язку із залученням додаткового акціонерного і пайового капіталу, отриманням довго- і короткотермінових кредитів, сплатою дивідендів і відсотків за вкладками власників тощо.

4. За напрямом руху необхідно розрізнати:

- вхідний грошовий потік (сукупність надходження грошових коштів на підприємстві за певний період);
- вихідний грошовий потік (сукупність використання грошових коштів на підприємстві за певний період).

5. За рівнем достатності обсягу грошових потоків виділяють:

- надлишковий грошовий потік (перевищення надходжень грошових коштів над потребами підприємства);
- дефіцитний грошовий потік (надходження грошових коштів є нижчими від потреб підприємства у їхньому використанні);
- оптимальний грошовий потік (збалансованість надходжень і виплат грошових коштів).

6. За методом оцінювання в часі грошові потоки поділяють на:

- теперішній грошовий потік;
- майбутній грошовий потік.

Теперішній грошовий потік охоплює суму відповідного грошового потоку, зведену за вартістю до поточного моменту.

Майбутній грошовий потік характеризує суму відповідного грошового потоку, зведену за вартістю до будь-якого наступного моменту.

7. За формою здійснення розрахунків розрізняють:

- готівковий грошовий потік;
- безготівковий грошовий потік.

Готівковий грошовий потік передбачає надходження і виплати власне грошових купюр і монет.

Безготівковий грошовий потік характеризують реалізацією грошових розрахунків за допомогою різноманітних кредитних і депозитних інструментів фінансового ринку: чеків, кредитних карток, банківських депозитів тощо.

8. За видом використовуваної валюти є:

- грошовий потік у національній валюті;
- грошовий потік в іноземній валюті.

Грошовий потік у національній валюті – це потік, який обслуговують грошові одиниці держави, на території якої функціонує підприємство.

Грошовий потік в іноземній валюті формується на підприємстві, коли використовують грошову одиницю іншої країни.

9. За тривалістю функціонування виділяють:

- короткотерміновий грошовий потік (потік, за яким період від початку грошових надходжень та виплат до повного їхнього завершення не перевищує одного року);
- довготерміновий грошовий потік (потік, часові межі функціонування якого перевищують один рік).

10. За методом розрахунку обсягу грошових потоків розрізняють:

- валовий грошовий потік;
- чистий грошовий потік.

Валовий грошовий потік характеризує всю сукупність надходжень та виплат грошових коштів у періоді, що розглядають, у розрізі його окремих інтервалів.

Чистий грошовий потік характеризує різницю між вхідним та вихідним грошовими потоками в аналізованому періоді. Його розрахунок виконують за формулою

$$\text{ЧГП} = \text{ВГП (+)} - \text{ВГП (-)}, \quad (4.1)$$

де ЧГП – сума чистого грошового потоку за аналізований період; ВГП (+) – сума вхідного грошового потоку за аналізований період; ВГП (-) – сума вихідного грошового потоку за аналізований період.

11. За передбачуваністю розрізняють:

- передбачуваний грошовий потік;
- непередбачуваний грошовий потік;
- частково передбачуваний грошовий потік.

Передбачуваний грошовий потік характеризують можливістю прогнозування певних параметрів грошового потоку: суми та часу надходження або вибуття грошових коштів підприємства.

Непередбачуваний грошовий потік виникає на підприємстві випадково і не підлягає прогнозуванню.

Частково передбачуваний грошовий потік – це вид грошового потоку, обсяг та час реалізації якого не можуть бути повністю передбачені з огляду на можливі зміни чинників зовнішнього впливу.

12. За ритмічністю формування вирізняють:

- регулярний грошовий потік (надходження чи вибуття грошових коштів відбувається регулярно, через певні проміжки часу);
- нерегулярний грошовий потік (пов'язаний із разовим надходженням або вибуттям грошових коштів, що не мають постійного характеру).

13. За стабільністю часових інтервалів виділяють:

- регулярний грошовий потік із рівномірними часовими інтервалами;
- регулярний грошовий потік із нерівномірними часовими інтервалами.

14. За можливістю регулювання бувають:

- регульований грошовий потік;
- нерегульований грошовий потік.

Регульований грошовий потік характеризує такий вид грошового потоку, який може бути змінений у часі чи за обсягом, наприклад, продаж продукції підприємства в кредит, емісія акцій чи облігацій.

Нерегульований грошовий потік характеризує такий вид грошового потоку, який не може бути змінений у часі або за обсягом без негативних наслідків. Прикладом такого грошового потоку можуть бути податкові платежі підприємства.

15. За збалансованістю обсягів взаємопов'язаних грошових потоків розрізняють:

- збалансований грошовий потік (вид сукупного грошового потоку за окремою структурною одиницею, господарським проектом чи підприємством загалом, за яким забезпечують збалансованість між обсягами вхідного та вихідного грошових потоків);
- незбалансований грошовий потік (вид сукупного грошового потоку за окремою структурною одиницею, господарським проектом чи підприємством загалом, за яким збалансованість вхідного та вихідного грошових потоків не забезпечують).

16. За пріоритетністю грошових потоків виділяють:

- першочерговий грошовий потік;
- другорядний грошовий потік.

Першочерговий грошовий потік генерує високий рівень чистого грошового потоку, наприклад, грошовий потік, пов'язаний з реалізацією продукції, здійсненням високоприбуткових інвестицій.

Другорядний грошовий потік – це вид грошового потоку, який унаслідок функціональної спрямованості чи незначного обсягу не має суттєвого впливу на формування кінцевих результатів господарської діяльності.

17. За економічним змістом розрізняють:

- грошовий потік, пов'язаний з отриманням прибутку (потік, який формується внаслідок проведення господарських операцій, безпосередньо пов'язаних з отриманням прибутку підприємством, скажімо, надходження грошових коштів від покупців за відвантажену продукцію);
- грошовий потік, не пов'язаний з отриманням прибутку (потік, який має неприбутковий характер, наприклад, соціальні виплати, благодійні платежі тощо);
- обслуговувальний грошовий потік підприємства (формується за господарськими операціями, які хоча безпосередньо не створюють вартості підприємства, однак є необхідними для забезпечення нормального режиму його функціонування). До господарських операцій, що генерують обслуговувальні грошові потоки, можна зачислити, наприклад, організацію відносин з комерційним банком, страховою компанією.

18. За обов'язковістю виконання вирізняють:

- обов'язковий грошовий потік (грошовий потік, який має генеруватися обов'язково, незалежно від бажання власників підприємства, наприклад, податкові платежі, які мають чіткі терміни виконання);
- необов'язковий грошовий потік (грошовий потік добровільного призначення).

Класифікація грошових потоків дасть змогу залежно від поставленого завдання оцінити та вибрати напрям (чи напрями) управлінської дії.

4.3. Організаційно-економічний механізм управління грошовими потоками підприємств

Від ефективності управління грошовими потоками залежать як поточні результати діяльності, так і майбутні темпи розвитку підприємства.

Спектр поглядів на управління грошовими потоками підприємств є досить широким. Наприклад, М. Тутарінова вважає, що управління грошовими потоками підприємства має дві основні стадії: організацію системи і цикл управління грошовими потоками підприємства.

Організація системи управління грошовими потоками підприємства охоплює такі кроки [16, с. 18]:

- проектування системи управління грошовими потоками підприємства;
- створення Положення про систему управління грошовими потоками;
- рішення про автоматизацію системи управління грошовими потоками підприємства.

Перший етап передбачає формування контурів системи управління грошовими потоками підприємства: виявляють зони відповідальності та перелік відповідальних осіб, визначають програмний продукт для автоматичного опрацювання даних, обумовлюють терміни певних заходів, форми звітності.

На другому етапі визначені елементи управління грошовими потоками оформляють документально.

На третьому етапі проводять остаточний вибір програмного продукту з автоматизованої обробки даних і формування звітних форм для ухвалення управлінських рішень з урахуванням специфіки підприємства. Цей продукт купують у готовій формі й адаптують до операційної системи, або програмно-технічний відділ формує його самостійно.

Цикл управління грошовими потоками охоплює такі етапи [16, с. 19]:

- оптимізація грошових потоків підприємства;
- планування грошових потоків підприємства в розрізі різних їхніх видів;
- забезпечення ефективного контролю грошових потоків;
- забезпечення повного та вірогідного обліку грошових потоків і формування необхідної звітності;
- аналіз грошових потоків за попередній період.

Конкретні управлінські рішення, що збільшують потік грошових коштів, є такими [19, с. 109]:

- розрахунок тривалості обороту грошових коштів (фінансовий цикл);
- аналіз грошового потоку та його прогнозування;
- визначення оптимального рівня грошових коштів;
- складання бюджетів грошових коштів.

Управління грошовими потоками необхідно розглядати як послідовний процес формулювання завдань та їхнього виконання, який охоплює реалізацію таких функціональних етапів [17, с. 81]:

- планування та прогнозування грошових потоків і складання відповідних внутрішніх фінансових документів (бюджет грошових потоків, а також плановий звіт про рух грошових коштів, платіжний календар тощо);
- імплементація бюджету грошових потоків як невід'ємної складової системи бюджетів на підприємстві;
- фінансовий контролінг виконання бюджету грошових потоків та планових показників Звіту про рух грошових коштів;
- коригування планових величин відповідно до зміни зовнішніх і внутрішніх умов реалізації плану.

Об'єктом управління грошовими потоками є, з одного боку, грошові потоки підприємства, а з іншого, – залишки грошових коштів [16, с. 43]. Адже визначені об'єкти управління тісно пов'язані між собою, оскільки характеризують динамічне та статичне розуміння грошових коштів підприємства.

Управління грошовими потоками – це складний неперервний циклічний процес. Цикл управління грошовими потоками охоплює систему послідовних етапів багаторазово повторюваного процесу ухвалення і реалізації стратегічних та оперативно-тактичних рішень з управління грошовими потоками (рис. 4.3).



Рис. 4.3. Цикл управління грошовими потоками підприємств

Головними цілями управління грошовими потоками підприємств є забезпечення ефективного функціонування, що виявляється в досягненні стану фінансової рівноваги та максимізації чистого грошового потоку.

Важливі завдання управління грошовими потоками підприємств – формування достатнього обсягу грошових коштів відповідно до потреб реалізації господарської діяльності, забезпечення збалансованості обсягів грошових потоків та синхронності їхнього формування в часі.

Стратегічне управління грошовими потоками спрямоване на визначення нових цілей та критеріїв розвитку, життєво важливих для успішного існування підприємства. Цикл стратегічного управління грошовими потоками передбачає такі етапи: визначення стратегічних цілей управління грошовими потоками, вибір стратегії та її реалізація на етапах циклу оперативного-тактичного управління, оцінка виконання й аналіз результативності стратегії, удосконалення окремих складових управління грошовими потоками підприємств або перегляд стратегії загалом.

Головними завданнями *оперативно-тактичного управління грошовими потоками* є забезпечення аналізу та планування грошових потоків, а також контролю за їхнім дотриманням у межах обраної стратегії. Ці завдання виконують фінансові служби підприємств у такій послідовності.

1. Збір та обробка первинної інформації для управління грошовими потоками.

Реалізація цього етапу передбачає координацію функцій і завдань бухгалтерського обліку та фінансового менеджменту підприємства з метою створення необхідної інформаційної бази для забезпечення виконання завдань управління грошовими потоками підприємства.

Інформацію, яка є необхідною для ухвалення оперативно-тактичних рішень з управління грошовими потоками, формують з внутрішніх (дані підприємства) і зовнішніх (дані про загальнодержавний та галузевий розвиток) джерел.

Формування системи показників, які генерують внутрішні служби підприємств, ґрунтується, здебільшого, на даних стандартизованої фінансової звітності.

2. Кількісний аналіз грошових потоків у попередньому періоді.

Цей етап передбачає дослідження результативних показників грошових потоків з метою визначення джерел надходжень і виплат грошових коштів, причин їхнього дефіциту (надлишку) та виявлення резервів подальшого підвищення ефективності функціонування. Зокрема, необхідно оцінити показники, показані на рис. 4.4.

3. Оцінка чинників і ризиків управління грошовими потоками. На ефективність функціонування підприємства впливає низка чинників внутрішнього і зовнішнього характеру, що можуть зумовлювати розбалансування структури надходжень і виплат грошових коштів. Тому разом з кількісним аналізом грошових потоків необхідно дослідити чинники та ризики грошових потоків.

4. Планування і контроль грошових потоків.

Головним призначенням цих етапів є розроблення системи планів і планових показників з формування різних видів грошових потоків, перевірка їхнього виконання, а також моніторинг цільового використання, збалансованості та синхронності формування грошових потоків у часі.

Поточне та стратегічне фінансове планування реалізують за допомогою бюджетів, які складають на рік або більший термін зі щомісячною деталізацією. Головним інструментом оперативного фінансового планування є платіжний календар, у якому деталізовано фіксують усі можливі позиції надходжень та виплат грошових коштів із зазначенням джерела та конкретної дати.

Завершальним етапом циклу оперативно-тактичного управління є контроль грошових потоків. Важливі функції контролю – виявлення відхилень фактично досягнутих результатів від планових, визначення їхнього впливу на функціонування підприємства загалом, з'ясування причин цих відхилень, розроблення управлінських рішень з метою ліквідації небажаних наслідків та внесення коректив до бюджету відповідно до виявлених відхилень.

Для ухвалення ефективних фінансово-господарських рішень щодо управління грошовими потоками важливим є використання дієвого організаційно-економічного механізму управління грошовими потоками, який є системою взаємопов'язаних між собою елементів, що визначає і забезпечує реалізацію комплексу заходів на кожному з етапів управління грошовими потоками.

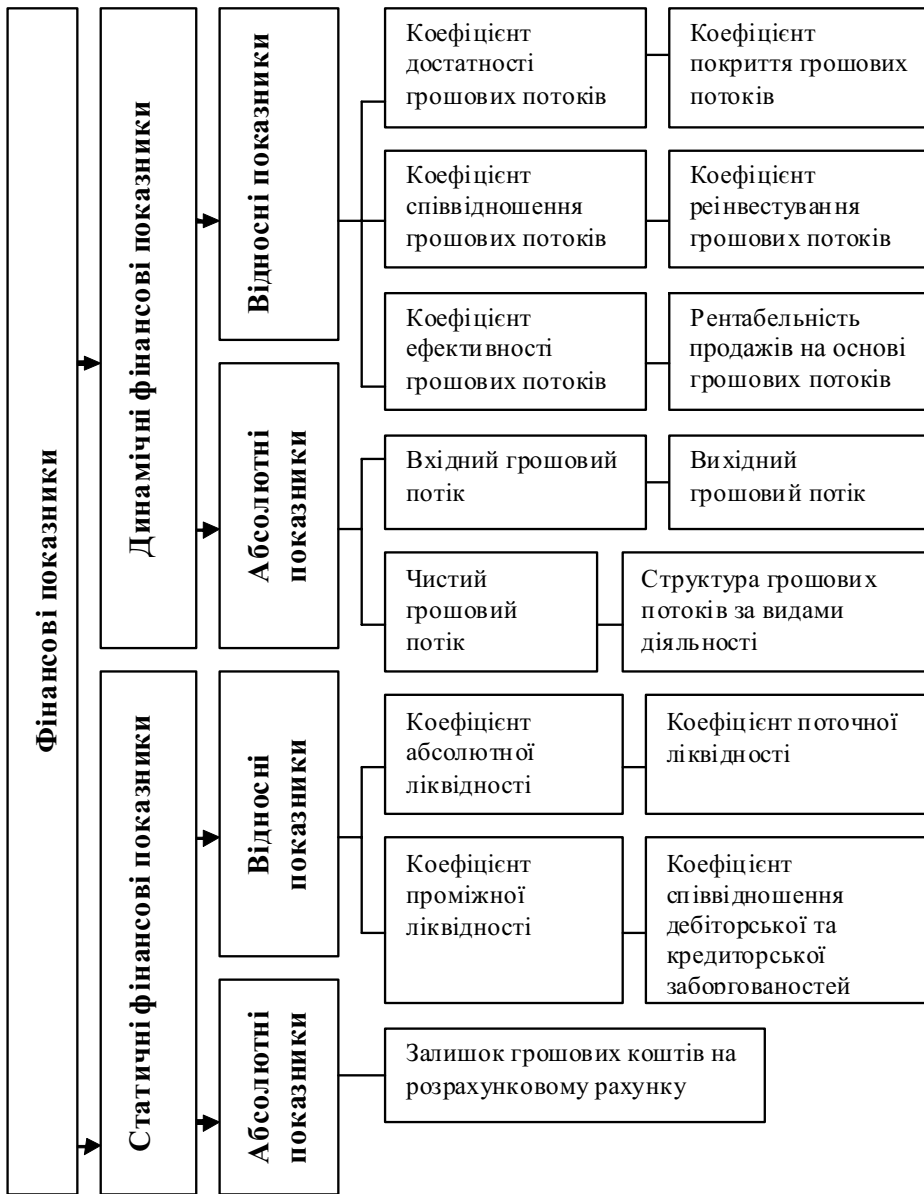


Рис. 4.4. Фінансові коефіцієнти для аналізу грошових потоків підприємств

**Алгоритм розрахунку показників наведено в додатку II*

У структурі механізму виокремлюють методи, важелі, організаційно-правове, інформаційне та програмно-технічне забезпечення (рис. 4.5).



Рис. 4.5. Структура організаційно-економічного механізму управління грошовими потоками підприємств

У процесі управління грошовими потоками підприємств використовують велику кількість методів, згрупованих за об'єктом (методи управління грошовими

потоками, методи управління залишком грошових коштів) та функціями управління (методи організації, планування, аналізу та контролю). Кожному економічному методу відповідають певні важелі, які поділяють на ринкові та адміністративні.

Організаційне забезпечення характеризує взаємопов'язану сукупність обов'язків та повноважень внутрішніх структурних служб і підрозділів підприємства, які розробляють і ухвалюють рішення з управління грошовими потоками та відповідають за результати цих рішень.

Система правового регулювання грошових потоків включає регламентування форм розрахунків за господарськими операціями, порядок здійснення готівкових та безготівкових платежів, податкове регулювання, ліцензування, державне регулювання цін.

Інформаційне забезпечення управління грошовими потоками характеризує сукупність інформаційних ресурсів, що відображають внутрішнє та зовнішнє середовище підприємства. Необхідність оперативного використання цих інформаційних ресурсів зумовлює потребу в якісному програмно-технічному забезпеченні.

Управління грошовими потоками підприємств потрібно забезпечувати з урахуванням таких *принципів*:

- принцип цільового спрямування (відповідність управлінських рішень головної меті функціонування суб'єктів господарювання та їхня орієнтованість на стратегічні напрями розвитку);
- принцип системності (необхідність сприйняття управління грошовими потоками як підсистеми загальної системи управління підприємством);
- принцип альтернативності (необхідність існування багатоваріантності підходів до певної ситуації, що стосується управління грошовими потоками підприємств);
- принцип конструктивності (усі рішення та розроблені на підставі них заходи з управління грошовими потоками повинні бути спрямовані не на виявлення помилок і порушень, а на пошук способів ліквідації виявлених труднощів, розвиток та вдосконалення);
- принцип динамічності (швидке реагування на зміни умов функціонування підприємств);
- принцип інформаційної вірогідності (забезпечення повноти й вірогідності інформації щодо управління грошовими потоками підприємства);
- принцип адекватності чинникам зовнішнього середовища (забезпечення постійного моніторингу впливу чинників зовнішнього середовища на формування грошових потоків).

Ефективний організаційно-економічний механізм управління грошовими потоками підприємств сприяє ритмічності одержання та виконання платежів; прискоренню обіговості капіталу; оптимізації витрат завдяки більшим можливостям маневрування ресурсами підприємства та скороченню потреби в позиковому капіталі.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Поясніть сутність фінансової категорії "грошові потоки підприємств".
2. Назвіть сутнісні характеристики грошових потоків підприємств.
3. Перелічіть класифікаційні критерії грошових потоків суб'єктів господарювання.
4. Наведіть приклади вхідних та вихідних грошових потоків у розрізі операційної, фінансової та інвестиційної діяльності підприємств.
5. Що таке цикл управління грошовими потоками підприємств?
6. Назвіть основні етапи циклу управління грошовими потоками підприємств.
7. Охарактеризуйте принципи управління грошовими потоками підприємств.
8. Назвіть динамічні фінансові показники, які використовують для аналізу грошових потоків.
9. Які статичні фінансові показники використовують для аналізу грошових потоків?
10. Яке інформаційне забезпечення використовують для управління грошовими потоками підприємств?



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

- 1. Грошовий потік – це...**
 - 1) сукупність розподілених у часі надходжень і виплат грошових коштів та їхніх еквівалентів, які генерує підприємство у процесі діяльності;
 - 2) сукупність розподілених у часі надходжень та виплат грошових коштів, яке генерує підприємство у процесі діяльності;
 - 3) рух фінансових ресурсів підприємства;
 - 4) виторг від реалізації продукції (робіт, послуг) мінус матеріальні витрати на її виробництво.
- 2. За масштабом обслуговування господарського процесу розрізняють...**
 - 1) грошовий потік структурної одиниці, грошовий потік підприємства загалом, грошовий потік окремого проекту;
 - 2) грошовий потік від операційної діяльності, грошовий потік від фінансової діяльності, грошовий потік від інвестиційної діяльності;
 - 3) вхідний грошовий потік, вихідний грошовий потік, чистий грошовий потік;
 - 4) дефіцитний грошовий потік, надлишковий грошовий потік.
- 3. Грошовий потік від фінансової діяльності характеризують рухом грошових коштів у зв'язку з...**
 - 1) залученням додаткового акціонерного і пайового капіталу;
 - 2) придбанням та реалізацією основних засобів;

- 3) придбанням сировини та матеріалів і реалізацією продукції;
 - 4) сплатою податків і зборів.
- 4. Грошовий потік від інвестиційної діяльності пов'язаний зі...**
- 1) зміною розміру та структури капіталу підприємства;
 - 2) придбанням сировини та матеріалів і реалізацією продукції;
 - 3) придбанням та реалізацією основних засобів;
 - 4) сплатою орендних платежів.
- 5. Звіт про рух грошових коштів, який складають в Україні, є...**
- 1) річною формою фінансової звітності;
 - 2) квартальною формою фінансової звітності;
 - 3) місячною формою фінансової звітності;
 - 4) на вибір підприємства.
- 6. До головних чинників, що впливають на формування грошових потоків, належать...**
- 1) система оподаткування, кон'юнктура товарного ринку й фондового ринку, система виконання розрахункових операцій;
 - 2) сезонність виробництва та реалізації продукції, тривалість операційного циклу, амортизаційна політика;
 - 3) прийнята фінансова стратегія;
 - 4) усі відповіді правильні.
- 7. Інформаційною базою для оперативного аналізу грошових потоків є...**
- 1) Звіт про рух грошових коштів;
 - 2) бюджет грошових коштів;
 - 3) платіжний календар;
 - 4) баланс, звіт про фінансові результати.
- 8. Коефіцієнт ліквідності грошового потоку відображає...**
- 1) наскільки валовий вхідний грошовий потік підприємства забезпечує покриття його вихідного грошового потоку;
 - 2) наскільки всі поточні фінансові зобов'язання підприємства забезпечені наявними засобами платежу на певну дату;
 - 3) наскільки всі короткотермінові фінансові зобов'язання можуть бути покриті з високоліквідних активів;
 - 4) наскільки вся заборгованість за короткотерміновими фінансовими зобов'язаннями може бути покрита з його поточних (оборотних) активів.
- 9. Показник, що дає змогу оцінити частку чистого грошового потоку, спрямовану на фінансування реальних інвестицій та довготермінових фінансових вкладень, – це коефіцієнт...**
- 1) ефективності грошового потоку;
 - 2) реінвестування грошового потоку;
 - 3) співвідношення грошових потоків;
 - 4) синхронності грошових потоків.

10. Показник, що характеризує частку грошових коштів у складі виторгу від реалізації продукції, – це...

- 1) коефіцієнт покриття грошових потоків;
- 2) коефіцієнт реінвестування грошових потоків;
- 3) рентабельність продажів на основі грошових потоків;
- 4) немає правильної відповіді.

**ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ**

Задача 1. Розрахуйте грошовий потік від операційної діяльності прямим методом, якщо відомі такі дані: сплата відсотків за користування позиками – 1 500 грн; грошові видатки на утримання персоналу – 1 300 грн; виторг від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) – 17 500 грн; інші грошові надходження, які не належать до інвестиційної та фінансової діяльності, – 5 700 грн; грошові виплати за сировину, матеріали, послуги – 10 000 грн; отримані відсотки за облігаціями – 550 грн; дохід від реалізації іноземної валюти – 400 грн; дохід від інвестицій в асоційовані підприємства – 1 100 грн; сплата податку на прибуток – 340 грн.

Задача 2. Розрахуйте грошовий потік від операційної діяльності непрямим методом, якщо відомі такі дані: доходи, не пов'язані з грошовими надходженнями, – 1 000 грн; виторг від реалізації продукції – 2 100 грн; приріст оборотних активів – 1 400 грн; чистий прибуток від операційної діяльності – 1 300 грн; витрати, не пов'язані з грошовими виплатами, – 5 200 грн; збільшення поточних зобов'язань – 1 000 грн; одержані штрафи, пені – 250 грн.

Задача 3. На підставі наведених даних визначте грошові надходження за видами діяльності підприємства за звітний період, якщо були такі операції: а) на поточний рахунок надійшло коштів за реалізовану продукцію в сумі 750 тис. грн, у тому числі ПДВ і акцизний податок – 65 тис. грн; б) підприємство отримало короткотерміновий кредит у сумі 55 тис. грн і довготерміновий кредит у сумі 300 тис. грн; в) отримано кошти з державного бюджету для виконання державного замовлення на суму 30 тис. грн; д) отримано дивідендів у сумі 10 тис. грн.

**ЛІТЕРАТУРА**

1. Аббасов С. А. Эффективное управление денежными потоками как важный рычаг финансового менеджмента / С. А. Аббасов // Российское предпринимательство. – 2013. – № 14 (236). – С. 84–90. [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.creativeconomy.ru/articles/29190>.

2. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? / И. Т. Балабанов. – М. : Финансы и статистика, 1995. – 384 с.
3. Бланк И. А. Управление денежными потоками / И. А. Бланк. – Киев : Ника-Центр; Эльга, 2002. – 736 с. (серия „Библиотека финансового менеджера“; Вып. 8).
4. Бланк И. А. Управление активами / И. А. Бланк. – Киев : Ника-Центр; Эльга, 2000. – 720 с. (серия „Библиотека финансового менеджера“; Вып. 6).
5. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Э. Дж. Долан; Пер. с англ. – М. ; Л. : Худож. Лит. Ленинградское отд-ние, 1991. – 448 с.
6. Злупко С. М. Економічна думка України : навч. посібник / С. М. Злупко. – Львів: Видавничий центр ЛНУ імені Івана Франка, 2000. – 496 с.
7. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия / Б. Коласс; Пер. с фр. – М.: Финансы; ЮНИТИ, 1997. – 576 с.
8. Косорукова И. В. Прибыль и денежный поток в оценке стоимости бизнеса / И. В. Косорукова // Российское предпринимательство. – 2013. – № 18 (240). – С. 53–60. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.creativeconomy.ru/articles/29812/>
9. Крылов Э. И. Анализ эффективности инвестиционной, инновационной, финансовой и хозяйственной деятельности предприятия / Э. И. Крылов. – В 2 ч. – СПб. : СПбУЭФ, 1999. – Ч. 1. – 256 с.
10. Лігоненко Л. О. Управління грошовими коштами торговельного підприємства : навч. посібник / Л. О. Лігоненко, Г. В. Ковальчук. – К. : КДТЕУ, 1998. – 156 с.
11. Наказ Міністерства фінансів України від 07.02.2013 р. № 73 “Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності” від 7 лютого 2013 р., № 73 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>.
12. Первова О. Ю. Теоретические аспекты управления финансовыми потоками организации / О. Ю. Первова // Российское предпринимательство. – 2013. – № 13 (235). – С. 111–118. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.creativeconomy.ru/articles/29134>.
13. Ришар Ж. Аудит и анализ хозяйственной деятельности предприятия / Пер. с франц. ; под ред. Л. П. Белых. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1997. – 375 с.
14. Рындин А. Г. Организация финансового менеджмента на предприятии / А. Г. Рындин, Г. А. Шамаев. – М. : Русская деловая Ли-ра, 1997. – 350 с.
15. Сорокина Е. М. Анализ денежных потоков предприятия / Е. М. Сорокина. – СПб. : Изд-во СПб ГУЭФ, 2001. – 135 с.
16. Тутаринова М. Ю. Управление финансовыми потоками промышленного предприятия с использованием электронных систем для управления предприятием : монография / М. Ю. Тутаринова. – Нижний Новгород : Изд-во НИСОЦ, 2003. – 146 с.

17. Фінансовий менеджмент : підручник / Кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – К. : КНЕУ, 2005. – 536 с.
18. Финансы : учеб. пособие / Под ред. проф. А. М. Ковалевой. – М. : Финансы и статистика, 1999. – 384 с.
19. Финансовое бизнес-планирование : учеб. пособие / Под ред. д-ра экон. наук, проф. В. М. Попова. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 480 с.
20. Финансы предприятий : учебник / Под ред. М. В. Романовского. – СПб. : Изд. дом "Бизнес-пресса", 2000. – 528 с.
21. Хахонова Н. Н. Учет, аудит и анализ денежных потоков предприятий и организаций / Н. Н. Хахонова. – М. : ИКЦ „МарТ”; Рн/Д : изд. центр „МарТ”, 2003. – 304 с.
22. Ямпольский Ю. П. Управление денежными потоками в условиях реструктуризации предприятий / Ю. П. Ямпольский. – СПб. : СПбГУЭФ, 2003. – 140 с.



ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ ГРОШЕЙ У ЧАСІ ТА ЇЇ ВИКОРИСТАННЯ У ФІНАНСОВИХ РОЗРАХУНКАХ

- 5.1. Концептуальні положення визначення вартості грошей у часі.
- 5.2. Прості, складні та безперервні відсотки у фінансових розрахунках.
- 5.3. Порядок обчислення майбутньої і теперішньої вартості анuitетів.

5.1. Концептуальні положення визначення вартості грошей у часі

Фінансовий менеджмент потребує виконання різноманітних фінансово-економічних розрахунків, пов'язаних з потоками грошових коштів у різний час.

Ключову роль у цих розрахунках відіграє вартість грошей у часі. Концепція такої вартості ґрунтується на тому, що вартість грошей з плином часу змінюється з урахуванням норми прибутку на грошовому ринку, якою, звичайно, є норма позикового відсотка (або відсотка). У цьому випадку під відсотком розуміють суму доходів від використання грошей на грошовому ринку. Оскільки процес інвестування тривалий у часі, то в інвестиційній практиці часто необхідно порівнювати вартість грошей на початку їхнього інвестування з вартістю грошей під час їхнього повернення у вигляді майбутнього прибутку, амортизаційних відрахувань тощо. Для порівняння вартості грошових коштів у разі їхнього інвестування та повернення прийнято використовувати два основні поняття – майбутня вартість грошей і теперішня вартість грошей.

Майбутня вартість грошей – це сума інвестованих у теперішній час коштів, у яку вони перетворюються через певний період з урахуванням певної ставки відсотка.

Визначення майбутньої вартості грошей пов'язане з процесом нарощування цієї вартості, що передбачає поетапне збільшення суми вкладу приєднанням до первісного його розміру суми відсотка (відсоткових платежів). Цю суму обчислюють за відсотковою ставкою.

В інвестиційних розрахунках відсоткову ставку застосовують не лише як інструмент нарощування вартості грошових коштів, а й у ширшому сенсі – як вимірник ступеня дохідності інвестиційних операцій.

Теперішня вартість грошей – це сума майбутніх грошових надходжень, зведених з урахуванням певної відсоткової ставки (“дисконтної ставки”) до теперішнього періоду.

Визначення теперішньої вартості грошей пов’язане з процесом дисконтування цієї вартості, що є операцією, зворотною до нарощування за обумовленого кінцевого розміру грошових коштів. У цьому разі суму відсотка відраховують з кінцевої суми (майбутньої вартості) грошових коштів. Така ситуація виникає у випадках, коли необхідно визначити, скільки коштів треба інвестувати сьогодні для того, щоб через певний проміжок часу отримати заздалегідь визначену їхню суму.

У ході фінансово-економічних розрахунків, пов’язаних з інвестуванням коштів, процеси нарощування та дисконтування вартості можуть відбуватися як за простими, так і за складними відсотками.

5.2. Прості, складні та безперервні відсотки у фінансових розрахунках

Простим відсотком називають нарахування з теперішньої вартості вкладу в кінці одного періоду платежу, зумовленого умовами інвестування (місяць, квартал тощо). Простий відсоток обчислюють за такою формулою:

$$I = Pit, \quad (5.1)$$

де I – розмір прибутку власника інвестицій; P – первісна сума інвестиції (вкладу); i – відсоткова ставка; t – період інвестування.

Сутність методу нарахування за простими відсотками зводиться до того, що відсотки нараховують упродовж усього терміну інвестицій (кредиту) на той самий обсяг капіталу, який інвестують. Наприкінці періоду t сума, одержувана інвестором, дорівнює $P + I$. Тоді

$$S = P + I = P + Pit = P(1 + it). \quad (5.2)$$

Величину $(1 + it)$ називають множителем нарощування простих відсотків.

У разі використання простих відсотків, коли термін угоди не дорівнює цілому числу років, період нарахування відсотків виражають дробовим числом, тобто як відношення кількості днів функціонування угоди до кількості днів у році:

$$t = \frac{n}{K}, \quad (5.3)$$

де n – кількість днів функціонування угоди; K – часова база (кількість днів у році).

У цьому разі формула (5.2) набуде такого вигляду:

$$S = 1 + i \frac{n}{K}. \quad (5.4)$$

У низці країн для зручності обчислень рік триває 360 днів. Це так звана німецька практика. Відсотки, що розраховані за часовою базою $K = 360$ днів, називають звичайними, чи комерційними.

Існує також "французька практика", коли тривалість року $K = 360$ днів, а тривалість місяців за днями відповідає календарному обчисленню.

І, нарешті, у низці країн використовують "англійську практику", що враховує тривалість року $K = 365$ днів, а тривалість місяців року – згідно з календарним обчисленням.

У разі математичного дисконтування розв'язують задачу, зворотну до визначення нарощуваної суми. Сформулюємо її так: яку суму необхідно інвестувати на t років, щоб у випадку нарахування на неї відсотків за ставкою i отримати суму, що дорівнює S .

З використанням формули (5.2) розрахунку нарощуваної суми за простою відсотковою ставкою отримаємо

$$P = S \frac{1}{(1 + it)}, \quad (5.5)$$

де знаменник $1 / (1 + it)$ – дисконтний множник, що відображає, у скільки разів первісна сума є меншою від нарощеної.

Випишемо низку похідних формул з формули (5.5):

$$t = \frac{S - P}{Pi}; \quad i = \frac{S - P}{Pt}; \quad n = \frac{S - P}{Pi} K. \quad (5.6)$$

Метод нарахування за **складними відсотками** полягає в тому, що в першому періоді нарахування відбувається на первісну суму інвестицій (кредиту). Після цього вона складається з нарахованих відсотків, відтак у кожному наступному періоді відсотки нараховують на вже нарощену суму. Тож база для нарахування відсотків постійно змінюється:

$$\begin{aligned} S_1 &= P(1 + i) \text{ при } t = 1; \\ S_2 &= P(1 + i) + P(1 + i)i = P(1 + i)^2 \text{ при } t = 2; \\ S_3 &= P(1 + i)^3 \text{ при } t = 3; \\ &\dots\dots\dots \\ S_n &= P(1 + i)^n \text{ при } t = n, \end{aligned} \quad (5.7)$$

де $(1 + i)$ – складний декурсивний коефіцієнт; $(1 + i)^n$ – множник нарощування складних відсотків.

• *Приклад 1. Нарахування складних відсотків*

Інвестують \$2000 під 12 % річних на десять років. Визначте суму, яку акумулюють наприкінці десятого року.

Розв'язування. З рівняння (5.7) отримаємо

$$S_{10} = \$ 2\,000(1 + 0,12)^{10} = \$ 2\,000 (3,1058) = \$ 6\,211,70.$$

Наприкінці десятого року можна отримати 6211,70 \$.

Якщо впродовж терміну угоди відсоткові ставки змінюються в часі, проте в певні терміни, то нарощену суму в цьому разі визначають за формулою

$$S_n = P(1 + i_1)^{n_1} (1 + i_2)^{n_2} \dots (1 + i_k)^{n_k}, \quad (5.8)$$

де i_1, i_2, \dots, i_k – послідовні значення відсоткових ставок; n_1, n_2, \dots, n_k – періоди, упродовж яких застосовують відповідні ставки.

Використання у фінансових розрахунках простих і складних відсотків дає неоднакові результати. Відмінності в них зумовлені термінами угод. За однакового розміру простої і складної відсоткової ставки ($i_n = i_c$) та за терміну позики (інвестування) менше 1 року ($n < 1$) нарощена сума, обчислена за простими відсотковими ставками, буде більшою, ніж нарощена сума, обчислена за складними відсотками, тобто $1 + i_n n > (1 + i_c)^n$. За терміну угоди понад рік ($n > 1$) нарощування за складними відсотками випереджає нарощування за простими, тобто $(1 + i_n n) < (1 + i_c)^n$.

• *Приклад 2. Співвідношення нарощених сум, обчислених за простими та складними відсотками.*

Нехай проста і складна відсоткові ставки є однаковими ($i_n = i_c = i$). Доведіть, що при $n < 1$ нарощена сума, обчислена за простими відсотками, буде більшою від нарощеної суми, обчисленої за складними відсотками, а при $n > 1$ – навпаки.

Розв'язування. Нарощена сума, обчислена за простими відсотками, $S_n = P(1 + i_n n)$ (5.2), а за складними – $S_n = P(1 + i_c)^n$ (5.7). Припустимо, що $n = 1/2$. Тоді

$$(1 + i_n n) > (1 + i_c)^n;$$

$$(1 + in) > (1 + i)^n;$$

$$\left(1 + \frac{1}{2}i\right) > (1 + i)^{\frac{1}{2}};$$

$$1 + i + \frac{1}{4}i^2 > 1 + i;$$

$$\frac{1}{4}i^2 > 0; \quad i^2 > 0.$$

Нерівність доведено.

Припустимо тепер, що $n = 2$. Тоді

$$\begin{aligned}(1 + i_n n) &< (1 + i_c)^n; \\ (1 + in) &< (1 + i)^n; \\ (1 + 2i) &< (1 + i)^2; \\ (1 + 2i) &< (1 + 2i + i^2); \\ 0 &< i^2.\end{aligned}$$

Нерівність доведено.

Використовуючи множники нарощування за простими і складними відсотковими ставками, визначимо час, необхідний для збільшення первісної суми в N разів. Щоб первісна сума P збільшилася в N разів, потрібно, щоб множники нарощування дорівнювали N , тобто:

- для простих відсоткових ставок $1 + ni_n = N$, звідки

$$n = (N - 1)/i_n; \quad (5.9)$$

- для складних відсоткових ставок $(1 + i_c)^n = N$, звідки

$$n = \frac{\ln N}{\ln(1 + i_c)}. \quad (5.10)$$

• *Приклад 3. Термін збільшення первісної суми інвестицій в N разів.*

Розрахуйте термін збільшення первісних сум інвестицій утричі, використовуючи множники нарощування за простими та складними відсотками. Річна відсоткова ставка – 6 %.

Розв'язування. Для розрахунку терміну збільшення первісної суми інвестицій утричі використовуємо формули (5.9) та (5.10).

Для простої відсоткової ставки 6 % маємо (5.9)

$$n = (3 - 1)/0,06 = 2/0,06 = 33,3 \text{ року.}$$

Для складної відсоткової ставки 6 %

$$n = \frac{\ln 3}{\ln(1 + 0,06)} = \frac{1,0986}{0,0582} = 18,9 \text{ року.}$$

Тож для збільшення первісної суми інвестицій утричі за річної простої відсоткової ставки 6 % потрібно 33 роки і 4 місяці, а за річної складної відсоткової ставки 6 % – 18 років та 11 місяців.

У депозитних угодах на отримання кредиту передбачають капіталізацію відсотків декілька разів у рік по півріччях, кварталах, інколи щомісячно. Однак квартальні чи місячні відсоткові ставки не зазначають, а наводять річну відсоткову ставку, яку називають номінальною. Крім того, зазначають кількість періодів нарахування відсотків у рік – m . Якщо n – кількість років, то $R = mn$ – кількість періодів нарахування відсотків за весь термін угоди (контракту). Тоді для нарахування відсотків m разів у рік використовують формулу

$$S_n = P \left(1 + \frac{i}{m} \right)^R. \quad (5.11)$$

• *Приклад 4. Нарахування нарощеної суми за складними відсотками.*

Інвестор вклав 3 000 дол. у банк під 10 % річних на п'ять років за умови нарахування складних відсотків щокварталу. Яку суму він отримає наприкінці п'ятирічного періоду?

Розв'язування. Використовуючи формулу (5.11), отримаємо

$$S_5 = \$3000 \left(1 + \frac{0,10}{4} \right)^{4 \cdot 5} = \$3000(1,025)^{20} = \$3000(1,6386) = \$4915,85.$$

Ефективна ставка вимірює той реальний відносний прибуток, що його одержує кредитор (інвестор) загалом за рік. Ефективна ставка, іншими словами, відповідає на запитання, яку річну ставку складних відсотків необхідно встановити, щоб отримати такий самий фінансовий результат, як і у випадку m -разового нарахування відсотків за рік за ставкою i/m .

Позначимо ефективну ставку I_e .

Рівність нарощуваних сум буде забезпечена в тому разі, якщо однакові первісні суми P , періоди нарощування n і множники нарощування, тобто

$$(1 + I_e)^n = \left(1 + \frac{i}{m} \right)^R.$$

Оскільки $R = mn$, то

$$I_e = \left(1 + \frac{i}{m} \right)^m - 1. \quad (5.12)$$

Відтак

$$\begin{aligned}
 I_e + 1 &= \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m; \\
 \ln(I_e + 1) &= m \ln\left(1 + \frac{i}{m}\right); \\
 \ln(I_e + 1)^{\frac{1}{m}} &= \ln\left(1 + \frac{i}{m}\right); \\
 m(1 + I_e)^{\frac{1}{m}} - m &= i; \\
 i &= m\left((I_e + 1)^{\frac{1}{m}} - 1\right).
 \end{aligned} \tag{5.13}$$

• *Приклад 5. Визначення ефективної ставки складних відсотків.*

Визначте ефективну ставку складних відсотків для того, щоб отримати таку ж нарощену суму, як у разі використання номінальної ставки $i = 20\%$ за щоквартального нарахування відсотків ($m = 4$).

Розв'язування. Використаємо формулу (5.12):

$$I_e = \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{0,20}{4}\right)^4 - 1 = 0,2155 = 21,55\%.$$

Отже, ефективна ставка складних відсотків дорівнює 21,55 %.

Нарахування відсотків на первісний капітал, або дисконтування наращуваних сум, може відбуватися так часто, що цей процес можна розглядати як безперервний. У цьому разі використовують нарахування **безперервних відсотків**.

Суть безперервних відсотків полягає у тому, що кількість періодів наращування чи дисконтування наближається до нескінченності, а часовий інтервал між періодами – до нуля.

Безперервне наращування відсотків виконують за допомогою особливого виду відсоткової ставки, названої силою зростання. Сила зростання – це відносний приріст наращованої суми в нескінченно малому проміжку часу.

Формула обчислення наращованої суми в разі нарахування безперервних відсотків має такий вигляд:

$$S_n = P e^{jn}, \tag{5.14}$$

де e^{jn} – множник наращування безперервної капіталізації відсотків; j – ставка безперервних відсотків; n – кількість років.

• *Приклад 6. Нарахування безперервних відсотків.*

Вкладник помістив 6 000 дол. у банк на сім років під 8 % річних за умови безперервного нарахування відсотків. Яку суму отримає вкладник через сім років?

Розв'язування. Використаємо формулу (5.14):

$$\begin{aligned} S_7 &= \$6000e^{(0,08)7} = \$6000e^{0,56} = \\ &= \$6000(1,7506) = \$10504,03. \end{aligned}$$

Наприкінці сьомого року вкладник отримає 10 504,03 дол.

Оскільки безперервні та дискретні відсотки функціонально пов'язані один з одним, то можна записати рівність множників нарощування:

$$(1 + i)^n = e^{jn},$$

де j – ставка безперервних відсотків; i – ставка складних відсотків.

Звідси $1 + i = e^j$. Тоді

$$j = \ln(1 + i); \quad (5.15)$$

$$i = e^j - 1. \quad (5.16)$$

• *Приклад 7. Порівняння ставок безперервних і складних відсотків.*

Вкладник помістив гроші в банк під 8 % річних за умови нарахування складних відсотків. Якою повинна бути ставка безперервних відсотків, щоб вкладник одержав ту ж суму, як і в разі нарахування складних відсотків?

Розв'язання. Використаємо формулу (5.15):

$$j = \ln(1 + i) = \ln(1 + 0,08) = \ln(1,08) = 0,0770 = 7,70\%.$$

Безперервна ставка має дорівнювати 7,70 %.

5.3. Порядок обчислення майбутньої і теперішньої вартості ануїтетів

Інвестування грошових коштів у різноманітні програми, створення грошових фондів цільового призначення, погашення банківської заборгованості тощо передбачають однакові виплати, які проводять через певні проміжки часу. У цьому разі виникає ряд послідовних платежів.

Ряд послідовних фіксованих платежів, здійснюваних через однакові проміжки часу, називають *фінансовою рентою, або ануїтетом*.

Узагальнювальними показниками ануїтету є його майбутня і теперішня вартість.

Майбутня вартість ануїтету – це сума всіх членів потоку платежів з нарахованими на них відсотками на кінець періоду, тобто на дату останньої виплати. Вона відображає, якого розміру досягне капітал, який вкладають через однакові проміжки часу впродовж усього терміну ануїтету разом з нарахованими відсотками.

Якщо платежі проводять щороку впродовж n років за відсоткової ставки i , то майбутнє значення вартості ануїтету

$$F = A_1(1+i)^{n-1} + A_2(1+i)^{n-2} + \dots + A_n(1+i)^0, \quad (5.17)$$

де F – майбутня вартість ануїтету; A_1, A_2, \dots, A_n – суми, які сплачують наприкінці кожного періоду в ануїтет; i – відсоткова ставка; n – кількість років.

Якщо платежі в кожен період $A_1 = A_2 = \dots = A_n = A$, то рівняння (5.17) можна переписати так:

$$F = A((1+i)^n + (1+i)^{n-1} + \dots + (1+i)). \quad (5.18)$$

Перемножимо обидві частини рівняння (5.18) на $(1+i)$ і віднімемо з нього рівняння (5.17), отримаємо

$$\begin{aligned} F(1+i) &= A((1+i)^n + (1+i)^{n-1} + \dots + (1+i)); \\ F_i &= A((1+i)^n - 1); \\ F &= A \frac{(1+i)^n - 1}{i}. \end{aligned} \quad (5.19)$$

Величину $((1+i)^n - 1)/i$ називають відсотковим фактором майбутньої вартості ануїтету, який можна визначити прямим обчисленням на комп'ютері, або його значення можна знайти зі спеціальних таблиць. Позначимо його як $PFFVA_{n,i}$.

• *Приклад 8. Майбутня вартість ануїтету.*

Інвестор планує вкладати 3 000 дол. в ануїтет наприкінці кожного року впродовж десяти років. Якщо відсотки в розмірі 9 % нараховують щорічно, то яку суму через десять років може одержати інвестор?

Розв'язування. Використаємо формулу (5.19):

$$F = A \frac{(1+i)^n - 1}{i} = \$3000 \frac{(1+0,09)^{10} - 1}{0,09} = \$45578,79.$$

Наприкінці десятого року інвестор одержить 45 578,79 дол.

Формула (5.19) – це формула майбутньої вартості звичайного анuitету, бо всі платежі (надходження) грошових коштів відбуваються наприкінці періодів. Якщо платежі відбуваються на початку кожного періоду, то в цьому разі ми маємо авансований анuitет. Його майбутню вартість визначають за формулою

$$F_A = F(1 + i). \quad (5.20)$$

• *Приклад 9. Майбутня вартість авансового анuitету.*

Інвестор планує вкласти 2 000 дол. в анuitет на початку кожного року впродовж десяти років. Визначте суму, яку отримає інвестор через десять років за умови, що відсотки нараховують щорічно в розмірі 6 %.

Розв'язування. Використаємо формулу (5.20) для обчислення майбутньої вартості авансового анuitету:

$$\begin{aligned} F_A &= F(1 + i) = A \left[\frac{(1 + i)^n - 1}{i} \right] (1 + i) = \\ &= \$2000 \left[\frac{(1 + 0,06)^{10} - 1}{0,06} \right] (1 + 0,06) = \$26361,597. \end{aligned}$$

У низці практичних задач застосовують значення не відсоткового фактора майбутньої вартості анuitету, а його зворотну величину, яку називають відсотковим фактором фонду відшкодування.

Припустимо, що величина F – це майбутня вартість боргових зобов'язань і для її погашення необхідно сформувати фонд відшкодування. Для цього потрібно наприкінці кожного періоду вносити певну суму коштів, що дорівнює величині A . Отже, щорічний внесок до фонду відшкодування

$$A = \frac{F}{(1 + i)^n - 1}. \quad (5.21)$$

• *Приклад 10. Фонд відшкодування.*

Корпорації через 15 років необхідно покрити витрати за випуск облігацій у сумі 10 000 000 дол. Вона створює для цього фонд відшкодування і сподівається отримувати 8 % щорічно від використання коштів фонду. Яку суму щорічно корпорація повинна вкладати до фонду, щоб акумулювати повністю 10 000 000 дол., якщо щорічні платежі вносять до фонду наприкінці кожного року?

Розв'язування. Якщо щорічні платежі A до фонду вносять наприкінці кожного року, то використаємо формулу (5.21) для визначення майбутньої вартості звичайного анuitету

$$A = F \left[\frac{i}{(1+i)^n - 1} \right] = \$10000000 \left[\frac{0,08}{(1+0,08)^{15} - 1} \right] = \$368295,45.$$

Корпорація повинна щорічно вкладати до фонду 368 295,45 дол. упродовж 15 років, щоб одержати 10 000 000 дол.

Під час використання процедур дисконтування грошових потоків в оцінці інвестицій необхідно знати *теперішню вартість* (інші назви – сучасну, приведену, поточну) грошової суми, що може бути отримана в майбутньому. Якщо ми розглянемо формулу визначення майбутньої вартості грошей (5.7), то з неї можемо отримати вираз для розрахунку теперішньої вартості грошей:

$$S = P(1 + i)^n. \quad (5.22)$$

Нехай для зручності $P = PV$. Тоді PV – це теперішня вартість суми S_n , яку можна отримати, якби сума PV була вкладена на n років за складною відсотковою ставкою i :

$$PV = S_n \frac{1}{(1+i)^n}, \quad (5.23)$$

де $1/(1+i)^n$ – відсотковий фактор теперішньої вартості грошей, що відображає, скільки потрібно нині вкласти коштів за складною відсотковою ставкою i , щоб через n років отримати одну грошову одиницю.

У багатьох задачах, що виникають на практиці, грошові кошти повинні надходити або їх вкладають наприкінці кожного року за певний проміжок часу. Теперішня вартість ряду платежів (або надходжень) є сумою щорічних окремих платежів (надходжень). Цю суму виражають такою формулою:

$$PVA = \frac{S_1}{1+i} + \frac{S_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{S_n}{(1+i)^n}, \quad (5.24)$$

де PVA – теперішня вартість грошей, що повинна бути отримана.

• *Приклад 11. Теперішня вартість анuitету.*

Корпорація розраховує отримати такі грошові потоки від вкладення інвестицій: рік 1 – 3 000 дол., рік 2 – 4 000, рік 3 – 5 000, рік 4 – 6 000 дол. Необхідна ставка прибутковості інвестицій – 12 %. Визначте теперішню вартість грошових потоків від інвестицій.

Розв'язування. Використаємо формулу (5.24) для визначення теперішньої вартості грошових потоків:

$$PVA = \frac{\$3000}{(1+0,12)} + \frac{\$4000}{(1+0,12)^2} + \frac{\$5000}{(1+0,12)^3} + \frac{\$6000}{(1+0,12)^4} = \$13239,35.$$

Теперішня вартість грошових потоків від інвестицій дорівнює 13 239,35 дол:

Якщо ми припустимо, що $S_1 = S_2 = \dots = S_n = S$, то сума PVA є не чим іншим, як добутком величини S на суму n членів геометричної прогресії зі знаменником та першим членом $V = 1/(1+i)$ і n -м членом $V_n = 1/(1+i)^n$. Тоді PVA

$$PVA = SV \frac{V_n - 1}{V - 1}.$$

Виконаємо відповідні математичні перетворення, отримаємо формулу:

$$PVA = S \frac{1}{1+i} \frac{\frac{1}{(1+i)^n} - 1}{\frac{1}{1+i} - 1} = S \frac{1}{1+i} \frac{1 - (1+i)^n}{1 - 1 - i} = S \left[\frac{(1+i)^n - 1}{i \cdot (1+i)^n} \right]. \quad (5.25)$$

Вираз $((1+i)^n - 1)/i(1+i)^n$ називають відсотковим фактором теперішньої вартості анuitету. Позначимо його як $PFPA_{n,i}$.

Однак

$$PVA(1+i)^n = S \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} (1+i)^n = S \frac{(1+i)^n - 1}{i} = F.$$

Звідси виводять дві важливі формули взаємозв'язку відсоткових факторів теперішньої і майбутньої вартості анuitетів:

$$PFPA_{n,i} (1+i)^n = PFFVA_{n,i}; \quad (5.26)$$

$$F = PVA (1+i)^n. \quad (5.27)$$

Теперішню вартість авансового анuitету визначають як

$$PVA_A = S \frac{(1+i)^n - 1}{i \cdot (1+i)^n} (1+i) = S \frac{(1+i)^n - 1}{i \cdot (1+i)^{n-1}}. \quad (5.28)$$

Перпетуїтет – це ануїтет, або серія періодичних платежів, що тривають нескінченно. Якщо n прямує до нескінченності, то з рівняння (5.24) отримаємо, що границя PVA дорівнює $1/i$. Тоді

$$PV = P/i, \quad (5.29)$$

де PV – теперішня вартість перпетуїтету; P – річний платіж; i – відсоткова ставка.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. У чому полягає суть концептуальних положень оцінювання вартості грошей у часі?
2. Розкрийте зміст майбутньої вартості грошей у часі.
3. Що таке теперішня вартість грошей у часі?
4. Які методи використовуються у ході фінансово-економічних розрахунків, пов'язаних з інвестуванням коштів?
5. Що таке прості і складні відсотки?
6. Як розраховують безперервні відсотки?
7. Розкрийте сутність ануїтету.
8. Як визначити майбутню вартість ануїтету?
9. З якою метою розраховують теперішню вартість ануїтету?
10. У чому полягає економічний зміст перпетуїтету?



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

- 1. Як називають процес визначення майбутньої вартості грошових коштів?**
 - 1) хеджування;
 - 2) диверсифікація;
 - 3) нарощування;
 - 4) дисконтування.
- 2. “Грошова сума, яку перетворюються інвестовані в конкретний момент грошові кошти через визначений проміжок часу за заданої відсоткової ставки” – це визначення ...**
 - 1) теперішньої вартості;
 - 2) ринкової вартості;
 - 3) реальної вартості;
 - 4) майбутньої вартості.
- 3. “Грошова сума, приведена до теперішнього моменту за допомогою відповідної відсоткової ставки” – це визначення ...**
 - 1) теперішньої вартості;

- 2) ринкової вартості;
- 3) реальної вартості;
- 4) майбутньої вартості.

4. Величина $\frac{1}{(1+r)^n}$ – це ...

- 1) множник нарощування;
- 2) реальна відсоткова ставка;
- 3) термін корисного життя інвестиційного проекту;
- 4) множник дисконтування.

5. Майбутня вартість грошей – це ...

- 1) це сума інвестованих у теперішній час коштів, у яку вони перетворяться в певний період з урахуванням певної ставки відсотка;
- 2) сума грошових коштів, зведена до теперішнього моменту з урахуванням певної ставки відсотка;
- 3) сума грошових коштів, покладена на рахунок у банк і зведена до певного періоду у майбутньому за відповідною відсотковою ставкою;
- 4) сума грошових коштів, які інвестор отримуватиме у майбутньому.

6. Теперішня вартість грошей – це ...

- 1) сума грошей, які інвестор мав би отримати в майбутньому, проте отримав їх авансом;
- 2) це сума майбутніх грошових надходжень, зведена до теперішнього моменту з урахуванням певної відсоткової ставки;
- 3) прогнозована сума грошових надходжень у майбутньому, прирівняна до теперішніх затрат;
- 4) сума грошових коштів у майбутньому, зведена до початкових капітало-вкладень інвестора.

7. Прості відсотки нараховують ...

- 1) від постійної бази нарахування;
- 2) від змінної бази нарахування;
- 3) від змішаної бази нарахування;
- 4) за простою відсотковою ставкою.

8. Складні відсотки нараховують ...

- 1) від постійної бази нарахування;
- 2) від змінної бази нарахування;
- 3) від змішаної бази нарахування;
- 4) за складною відсотковою ставкою.

9. Ряд послідовних фіксованих платежів, що проводять через однакові проміжки часу, називають ...

- 1) майбутньою вартістю грошових потоків;

- 2) теперішньою вартістю грошових потоків;
- 3) теперішньою вартістю анuitету;
- 4) анuitетом.

10. Майбутня вартість анuitету за умови, що платежі проводять наприкінці періоду, визначають за формулою ...

$$1) F_A = \sum_{i=0}^n (1+r)^{n-i};$$

$$2) F_A = A \frac{(1+i)^n - 1}{i};$$

$$3) F_A = r \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)};$$

$$4) F_A = r \frac{(1+r)^{n-1} - 1}{r}.$$



ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ

Задача 1. Інвестор купував у 2000 р. пакет акцій за ціною 20 дол. за акцію. Якщо він у 2013 р. продасть цей пакет за 45,18 дол. за акцію, то який буде щорічний темп зростання ціни акції?

Задача 2. Ви бажаєте розмістити депозит в одному з трьох банків. Кожен банк сплачує 12 % річних. Банк А нараховує відсотки щорічно, банк В – щопівріччя, банк С – щоквартально. До якого банку необхідно вкласти кошти, якщо ви плануєте отримати депозит через п'ять років?

Задача 3. Інвестор має 10 000 дол. Він може вкласти цю суму на 15 років під 10 % річних. Яку суму грошей він одержить через 15 років?

Задача 4. Інвестор планує вкладати 2 000 дол. в анuitет на початку кожного року впродовж десяти років. Якщо відсотки нараховують щорічно в розмірі 6 %, визначте суму, яку отримає інвестор через десять років.



ЛІТЕРАТУРА

1. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент : учеб. курс / И. А. Бланк. – Киев : Эльга, Ника-Центр, 2006. – 552 с.
2. Боярко І. М. Інвестиційний аналіз : навч. посібник / І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко. – К. : Центр навч. лі-ри, 2011. – 400 с.
3. Дука А. П. Інвестування : навч. посібник / А. П. Дука. – К. , 2010. – 368 с.
4. Інвестування : навч. посібник / В. М. Вовк, І. М. Паславська. – Дрогобич : Коло, 2011. – 456 с.
5. Інвестування : навч. посібник / [М. І. Крупка, Д.В. Ванькович, Н.Б. Демчишак та ін.]; за ред. д-ра екон. наук, проф. М.І. Крупки. – Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2011. – 376 с.

6. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : навч. посібник / Т. В. Майорова. – К. : Центр навч. лі-ри, 2004. – 376 с.
7. Удосконалення фінансово-кредитного стимулювання інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні : монографія / [Б. І. Пшик та ін.] ; за наук. ред. канд. екон. наук, доц. Б. І. Пшика ; Нац. банк України, Ун-т банк. справи. – К. : УБС НБУ, 2010. – 264 с.
8. Формування фінансового потенціалу інвестиційної діяльності в економіці України : монографія / [М. І. Крупка, Д. В. Ванькович, Н. Б. Демчишак, М. І. Кульчицький]. – Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2011. – 404 с.

ЧАСТИНА 2



УПРАВЛІННЯ ЕЛЕМЕНТАМИ ФІНАНСОВО-ГОСПОДАРСЬКОЇ ДІЯЛЬНОСТІ



Розділ 6. Управління прибутком	
Розділ 7. Управління активами	
Розділ 8. Управління капіталом	
Розділ 9. Управління інвестиціями	
Розділ 10. Управління фінансовими ризиками	





- 6.1. Прибуток як позитивний фінансовий результат господарської діяльності.
- 6.2. Джерела формування доходів та елементи витрат підприємства.
- 6.3. Інструменти операційного аналізу в управлінні фінансовими результатами.
- 6.4. Ефективні напрями розподілу й використання прибутку.

6.1. Прибуток як позитивний фінансовий результат господарської діяльності

Найважливішою фінансовою категорією, що відображає позитивний фінансовий результат господарської діяльності підприємства, характеризує ефективність виробництва і свідчить про обсяг та якість виробленої продукції, стан продуктивності праці, рівень собівартості, є прибуток.

Прибуток суб'єкта господарювання відіграє провідну роль у системі управління його фінансами. З позиції фінансового менеджменту його розглядають у таких аспектах:

- прибуток як вираження позитивного результату фінансово-господарської діяльності підприємства;
- прибуток як винагорода за підприємницький ризик;
- прибуток як вимірник ефективності управління операційною, інвестиційною та фінансовою діяльністю суб'єкта господарювання;
- прибуток як джерело самофінансування підприємства (найдешевше джерело фінансування потреби підприємства в капіталі).

Управління прибутком об'єднує процес розроблення та ухвалення ефективних управлінських рішень за всіма важливими аспектами його формування, розподілу і використання на підприємстві з метою максимізації добробуту власників підприємства в поточному та перспективному періодах.

Прибуток формується під впливом великої кількості взаємозалежних чинників, які впливають на результати діяльності підприємства, з одного боку, позитивно, а з іншого, – негативно.

Серед зовнішніх чинників виділяють: місткість ринку, економічні умови господарювання, платоспроможний попит споживачів, державне регулювання діяльності підприємств.

До внутрішніх чинників належать: обсяг виробленої продукції, собівартість виробництва, ціна та асортимент реалізованої продукції тощо. Особливе значення мають рівень, динаміка і коливання платоспроможного попиту, тому що вони визначають стабільність одержання прибутку. Внутрішні чинники прямо залежать від організації роботи самого підприємства та можуть впливати на формування прибутку підприємства безпосередньо й опосередковано [3, с. 196].

Зовнішні та внутрішні чинники тісно взаємопов'язані. Ступінь взаємовпливу залежить від їхнього співвідношення, стадії життєвого циклу підприємства, а також компетенції та професіоналізму його менеджерів.

Система управління прибутком суб'єкта господарювання містить такі елементи (рис. 6.1).

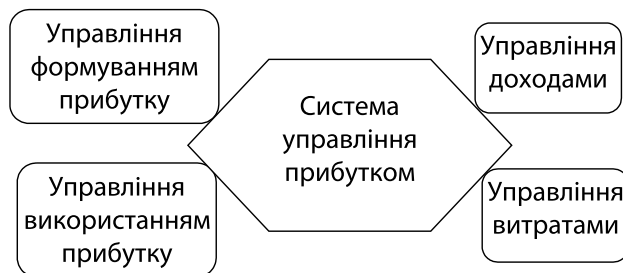


Рис. 6.1. Елементи системи управління прибутком

Метою управління прибутком є забезпечення максимізації абсолютної величини чистого прибутку та стабільності його формування в часі. У цьому разі позитивний фінансовий результат господарської діяльності розглядають як джерело створення достатку акціонерів у формі грошових дивідендних виплат і максимізації ринкової вартості підприємства (його корпоративних прав).

Досягнення визначеної мети передбачає вирішення таких завдань:

- забезпечення зростання абсолютної величини прибутку;
- забезпечення стабільності формування чистого прибутку, зокрема, збільшення частки прибутку від основної діяльності;
- забезпечення прийнятого рівня рентабельності фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання;

- забезпечення оптимальних пропорцій розподілу прибутку досягненням компромісу між дивідендною політикою та політикою капіталізації прибутку;
- забезпечення пріоритетного фінансування інвестиційних проектів з позитивною чистою поточною вартістю з внутрішніх джерел, насамперед прибутку;
- підтримання конкурентоспроможності підприємства у коротко- і довготерміновому періодах.

Прибуток безпосередньо не є об'єктом управління. Фінансовий вплив відбувається перш за все на факторні показники формування прибутку – доходи і витрати, які формують кінцевий фінансовий результат діяльності підприємства, забезпечуючи стійкість його фінансового стану та зростання вартості.

У ході управління прибутком предметом фінансового менеджменту є такі важливі категорії:

- дохід від реалізації продукції, товарів, робіт, послуг;
- покриття витрат (матеріальні витрати, оплата праці, амортизаційні відрахування);
- сплата відсоткових платежів за позиками;
- сплата податків, яку проводять з прибутку;
- формування чистого прибутку;
- виплата грошових дивідендів і тезаврація прибутку;
- формування нерозподіленого прибутку.

Організація управління прибутком індивідуальна для кожного підприємства і визначена особливостями його фінансово-господарської діяльності та специфікою функціонування ринкового середовища.

Політика управління прибутком повинна бути спрямована на максимізацію розміру позитивного фінансового результату за допомогою зростання обсягів господарської діяльності, раціонального управління витратами, підвищення ефективності використання матеріально-технічної бази, оптимізації складу та структури обігових коштів, підвищення продуктивності праці й системи управління суб'єктом господарювання.

Управління прибутком фактично відбувається у вигляді процедури прийняття і реалізації фінансових управлінських рішень, алгоритм якої показано на рис. 6.2.

З огляду на особливості формування прибутку підприємства виділяють такі типи управління ним:

- агресивний (наступальний) тип – забезпечення збільшення абсолютної величини прибутку підприємства максимізацією рівня доходів підприємства внаслідок збільшення виторгу від реалізації товарів, робіт та послуг (наприклад, стимулюванням збуту, підвищенням ціни тощо) – забезпечення зростання доходів підприємства за порівняно незмінного рівня витрат;
- захисний тип – забезпечення контролю витрат з метою збільшення прибутку суб'єкта господарювання як різниці між абсолютною величиною доходів

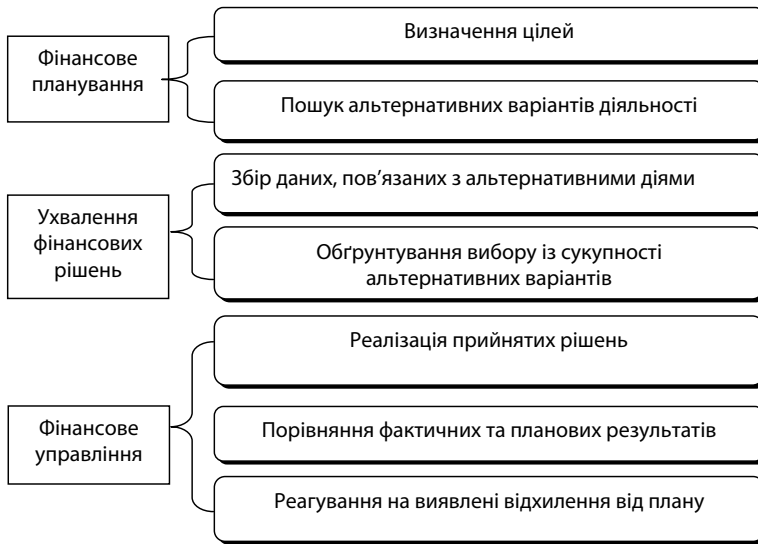


Рис. 6.2. Схема ухвалення та реалізації фінансових рішень в управлінні фінансовими результатами господарської діяльності

та витрат (зазначимо, що таке управління є ефективним у довготерміновій перспективі, оскільки в короткотерміновому періоді підприємство, зазвичай, не може суттєво зменшити рівень витрат).

Ефективність управління прибутком підприємства визначають порівнянням обсягу прибутку підприємства та його ринкової вартості, використовуючи показники ефективності підприємницької діяльності.

1. Економічна вартість додана (ЕВД) визначає рівень ефективності фінансового менеджменту з позицій трансформації прибутку підприємства в його ринкову вартість:

$$\text{ЕВД} = (\text{РА} - \text{СВК}) * \text{СА} = \Pi_{\text{оп}} - \text{СВК} * \text{СК}, \quad (6.1)$$

де РА – рентабельність активів; СВК – середньозважена вартість капіталу; СА – сукупні активи; $\Pi_{\text{оп}}$ – прибуток підприємства після сплати відсотків і податку на прибуток (операційний прибуток); СК – сукупний капітал.

2. Ринкова вартість додана (РВД) відображає порядок формування ринкової премії, яка відповідає ефективності організації фінансового менеджменту загалом та управління прибутком зокрема:

$$\text{РВД} = \text{СРВ} - \text{СК} = \text{РК} + \text{РВЗ} - \text{СК}, \quad (6.2)$$

де CPB – сукупна ринкова вартість; РК – ринкова капіталізація; PBЗ – ринкова вартість зобов'язань; СК – сукупний капітал.

3. Грошова вартість додана (ГВД) визначає об'єктивну необхідність узгодження управлінських рішень щодо грошових потоків та формування і використання прибутку:

$$\text{ГВД} = (\text{ЧГП} + \text{ПП}_3) - \text{СВК} * \text{СК}, \quad (6.3)$$

де ЧГП – грошовий потік до фінансування (Free Cash Flow); СВК – середньозважена вартість капіталу; ПП_3 – відсоткові платежі за зобов'язаннями; СК – сукупний капітал.

Управління формуванням прибутку об'єднує два головні напрями – управління доходами та управління витратами, зіставлення яких у підсумку визначає формування абсолютної величини прибутку суб'єкта господарювання.

6.2. Джерела формування доходів та елементи витрат підприємства

Головний результат діяльності підприємства визначають за допомогою низки показників, одним з яких є дохід. Цим поняттям охоплюють загальну суму грошових надходжень підприємства від реалізованої продукції, виконаних робіт та наданих послуг. З практичного погляду дохід характеризує загальну суму коштів, що надходить на підприємство за певний період, за відрахунком податків, і може бути використана на споживання та інвестування. Отже, дохід є виборгом підприємства від реалізації продукції, надання послуг та виконання робіт без урахування непрямих податків.

Дохідність підприємства є одним із найголовніших показників, що відображають фінансовий стан підприємства. Такий показник визначає мету підприємницької діяльності. Крім керівництва й колективу, він цікавить вкладників капіталу (інвесторів, кредиторів), державні органи, передусім фіскальну службу, а також фондові біржі, на яких купують–продають цінні папери.

Доходи підприємства можна групувати так (рис. 6.3):

- доходи від реалізації продукції, робіт, послуг;
- інші операційні доходи;
- доходи від участі в капіталі;
- інші фінансові доходи;
- інші доходи від звичайної діяльності;
- доходи від надзвичайних подій.

Доходи від реалізації продукції, робіт, послуг відображають загальний виборг від реалізації: продукції, товарних послуг, нетоварних послуг структурних

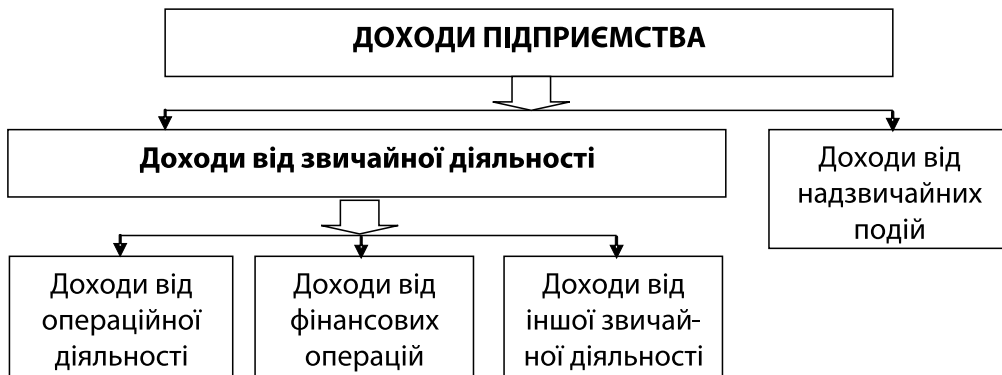


Рис. 6.3. Класифікація доходів підприємства [7]

підрозділів тощо. Дохід від реалізації продукції визначає загальний виторг від реалізації, тобто без відрахування наданих знижок, повернення проданих товарів і податків з продажу.

До інших операційних доходів належать:

- доходи від реалізації іноземної валюти;
- доходи від реалізації інших оборотних активів (виробничих запасів, малоцінних предметів та ін.);
- доходи від операційної оренди активів (майна);
- доходи від операційної курсової різниці за операціями в іноземній валюті;
- суми отриманих штрафів, пені й інших санкцій за порушення господарських договорів, що визнані чи боржником щодо яких отримано рішення суду, арбітражного суду про їхнє стягнення;
- доходи від списання кредиторської заборгованості, за якою минув термін позову;
- відшкодування раніше списаних активів (надходження боргів, списаних як безнадійні);
- суми отриманих грантів і субсидій;
- інші доходи від операційної діяльності.

До складу доходу від участі в капіталі входять доходи від інвестицій, вкладених в асоційовані, дочірні чи спільні підприємства, облік яких ведуть за методом участі в капіталі.

Іншими фінансовими доходами є доходи, які виникають у ході фінансової діяльності підприємства, зокрема:

- дивіденди від підприємств, що не є асоційованими, дочірніми і спільними;
- відсотки за облігаціями й іншими цінними паперами;
- інші доходи від фінансової діяльності.

До інших доходів від звичайної діяльності належать:

- доходи від реалізації фінансових інвестицій;
- доходи від реалізації необоротних активів;
- доходи від реалізації майнових комплексів;
- доходи від неопераційної курсової різниці;
- доходи від безоплатно отриманих активів;
- інші доходи, що виникають у процесі звичайної діяльності, однак не пов'язані з операційною діяльністю підприємства.

Надзвичайні доходи – це доходи, отримані внаслідок надзвичайних подій (стихійних лих, пожеж, техногенних аварій тощо). Ними вважають:

- відшкодування втрат від надзвичайних подій, включаючи відшкодування витрат на запобігання втратам від стихійних лих і техногенних аварій;
- доходи від інших подій чи операцій, які відповідають визначенню надзвичайних подій.

До головних завдань управління доходами підприємства належать:

- збільшення абсолютної величини доходів підприємства загалом та за окремими джерелами їхнього формування;
- збільшення в структурі доходів підприємства частки чистого доходу;
- забезпечення стабільності надходження доходів, а також обмеження впливу на формування доходів підприємства надзвичайних подій (прогнозування й оцінювання яких є проблематичним);
- забезпечення зростання у структурі чистого доходу підприємства доходів, отриманих від основної діяльності;
- прискорення отримання доходів завдяки зменшенню проміжку часу між їхнім формальним визнанням (момент визнання доходів з метою оподаткування) та реальним отриманням (момент надходження коштів від контрагента).

Управління формуванням доходів підприємства спрямоване на забезпечення своєчасності й повноти їхнього надходження, виявлення резервів збільшення, уникнення загроз скорочення. У цьому разі оперують такими категоріями.

1. Обсяг реалізації – визначення абсолютних величин реалізації готової продукції (робіт, послуг) з урахуванням ринкового попиту певної сукупності покупців і власних конкурентних переваг на ринку (якість та унікальність продукції, конкурентна позиція підприємства на ринку, його маркетингова активність, додаткове (гарантійне й післягарантійне) обслуговування, рівень цін на супутні товари тощо).
2. Цінова політика (у тім числі механізми стимулювання збуту продукції) – визначення рівня цін на продукцію підприємства (товари, роботи, послуги) та критеріїв їх застосування щодо конкретних покупців, а також обґрунтування створення для клієнта сприятливих умов придбання продукції, насамперед завдяки оптимізації термінів відвантаження продукції та умов її оплати.

3. Дебіторська заборгованість – стимулювання збуту продукції на умовах відтермінування платежу з урахуванням аналізу структури дебіторської заборгованості та періоду її інкасації, оцінки тенденцій розвитку ситуації з оплатою контрагентами рахунків за відвантажену продукцію, обґрунтування оптимального відтермінування оплати рахунків покупцями та визначення відносного рівня необхідної націнки на базову ціну одиниці продукції, яка має враховувати рівень втрат, що їх зазнає підприємство у зв'язку з іммобілізацією оборотних коштів, та привабливість такого клієнта, оцінки видатків суб'єкта господарювання для залучення фінансових ресурсів для покриття касового розриву (наприклад, відсоткові платежі за кредитом) і/або витрат на рефінансування заборгованості.
4. Доходи від інвестиційної діяльності та реалізації активів (оборотних і необоротних) – результат оптимізації структури робочого капіталу підприємства та управління його операційними ризиками.
5. Штрафні санкції, які застосовують до контрагентів за невиконання (неналежне виконання) договірних зобов'язань.
6. Реалізовані курсові різниці – це, по-перше, різниця в сумах валютного виторгу або платежів, яка виникає внаслідок зміни валютного курсу національної валюти відносно іноземної з моменту укладання угоди до моменту оплати торговельно-фінансової операції (може бути об'єктом спекулятивних угод); по-друге, різниця між оцінками активів і пасивів підприємства за курсом іноземної валюти на дату проведення господарської операції й дати фактичного розрахунку (надходження або сплати коштів); по-третє, різниця між грошовими оцінками однакової кількості іноземної валюти за різних курсів. Курсова різниця є наслідком зміни курсу валют у разі ліквідації відкритої валютної позиції або її переоцінки. За сприятливого розвитку курсу валют ця позиція може зумовлювати додатну курсову різницю (курскові доходи), а за несприятливого – від'ємну (курскові витрати).
7. Списання зобов'язань – сума заборгованості перед іншим платником податків, не стягнута після закінчення терміну позовної давності, яку вважають безповоротною фінансовою допомогою та включають до складу інших доходів.
8. Безоплатно одержані активи – вартість безкоштовно отриманих основних засобів, яку відображають у доходах суб'єкта господарювання за справедливою вартістю.

Водночас не визнають доходами такі надходження від інших економічних суб'єктів:

- суми ПДВ, акцизного податку, інших податків та обов'язкових платежів, що підлягають перерахуванню до бюджету й позабюджетних фондів;
- суми надходжень за договором комісії, агентським та іншим аналогічним договором на користь комітента, принципала тощо і взагалі – надходження, що належать іншим особам;

- суми попередньої оплати (авансу) продукції (товарів, робіт, послуг);
- сума завдатку під заставу або на погашення позики, якщо це передбачено відповідним договором;
- надходження від первинного розміщення цінних паперів;
- суми балансової вартості валюти.

Одним з найважливіших джерел формування доходів є основна діяльність підприємства. Поряд з доходом від реалізації продукції суб'єкт господарювання отримує інші операційні доходи. Вони відображають суми інших доходів від операційної діяльності суб'єкта господарювання (крім чистого доходу від реалізації продукції), зокрема, дохід від операційної оренди активів, дохід від операційних курсових різниць, відшкодування раніше списаних активів, дохід від роялті, відсотків, отриманих на залишки коштів на поточних рахунках у банках, дохід від реалізації оборотних активів (крім фінансових інвестицій), необоротних активів, утримуваних для продажу, та групи вибуття, дохід від списання кредиторської заборгованості, дохід від зміни вартості всіх активів (фінансових інструментів, інвестиційної нерухомості, біологічних та інших активів), одержані штрафи, пені тощо.

На розмір прибутку безпосередньо впливають обсяги витрат, пов'язаних з господарською діяльністю. **Витрати** підприємства мають розгалужену структуру (рис. 6.4).

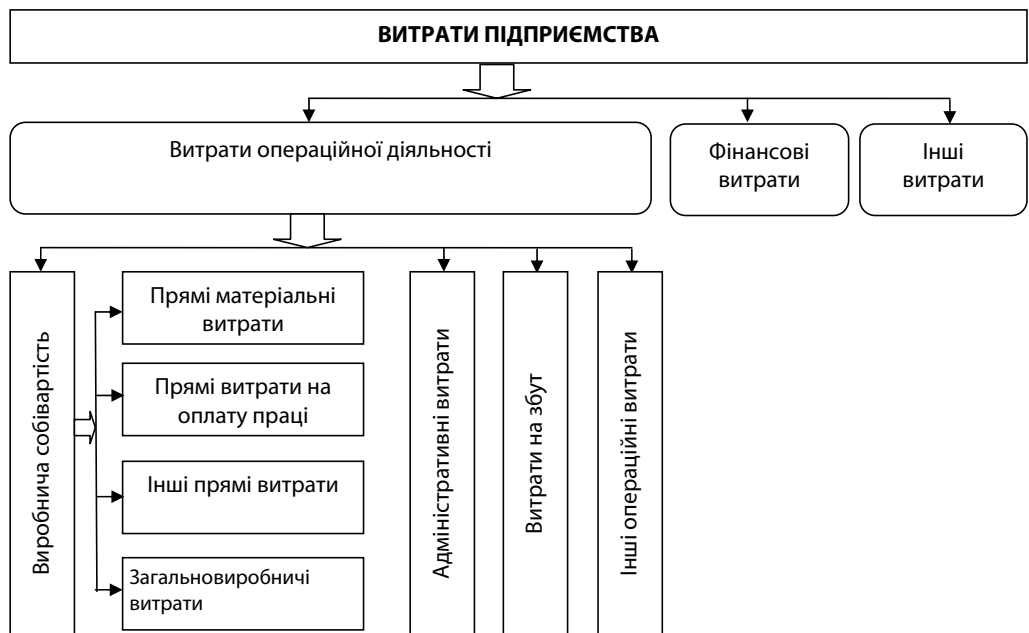


Рис. 6.4. Структура витрат підприємства [8]

Собівартість реалізованої продукції (робіт, послуг) складається з виробничої собівартості продукції (робіт, послуг), яка була реалізована протягом звітного періоду, нерозподілених постійних загальновиробничих витрат та наднормативних виробничих витрат.

До виробничої собівартості продукції (робіт, послуг) включають:

- прямі матеріальні витрати;
- прямі витрати на оплату праці;
- інші прямі витрати;
- змінні загальновиробничі та постійні розподілені загальновиробничі витрати.

До складу прямих матеріальних витрат належить вартість сировини та основних матеріалів, які утворюють основу виробленої продукції, купівельних напівфабрикатів і комплектуючих виробів, допоміжних та інших матеріалів, які можуть бути безпосередньо віднесені до конкретного об'єкта витрат. Прямі матеріальні витрати зменшують на вартість зворотних відходів, отриманих у процесі виробництва.

До прямих витрат на оплату праці включають заробітну плату й інші виплати робітникам, зайнятим у виробництві продукції, виконанні робіт або наданні послуг, які можуть бути безпосередньо віднесені до конкретного об'єкта витрат.

Серед інших прямих витрат – усі інші виробничі витрати, які можна безпосередньо віднести до конкретного об'єкта витрат, зокрема:

- відрахування на соціальні заходи,
- плата за оренду земельних і майнових паїв,
- амортизація,
- втрати від браку, які складаються з вартості остаточно забракованої з технологічних причин продукції (виробів, вузлів, напівфабрикатів), зменшеної на її справедливу вартість, та витрат на виправлення такого технічно неминучого браку.

До складу загальновиробничих витрат зачисляють:

- витрати на управління виробництвом (оплата праці апарату управління підрозділами; відрахування на соціальні заходи й медичне страхування апарату управління цехами, дільницями; витрати на оплату службових відряджень персоналу підрозділів тощо);
- амортизація основних засобів загальновиробничого (структурного, лінійного) призначення;
- амортизація нематеріальних активів загальновиробничого (структурного, лінійного) призначення;
- витрати на утримання, експлуатацію та ремонт, страхування, операційну оренду основних засобів, інших необоротних активів загальновиробничого призначення;
- витрати на вдосконалення технології й організації виробництва (оплата праці та відрахування на соціальні заходи працівників, зайнятих удоско-

наленням технології й організації виробництва, поліпшенням якості продукції, підвищенням її надійності, довговічності, інших експлуатаційних характеристик у виробничому процесі; витрати матеріалів, купівельних комплектуючих виробів і напівфабрикатів, оплата послуг сторонніх організацій тощо);

- витрати на опалення, освітлення, водопостачання, водовідведення та інше утримання виробничих приміщень;
- витрати на обслуговування виробничого процесу (оплата праці загально-виробничого персоналу; відрахування на соціальні заходи, медичне страхування робітників та апарату управління виробництвом; витрати на проведення технологічного контролю за виробничими процесами та якістю продукції, робіт, послуг);
- витрати на охорону праці, техніку безпеки й охорону навколишнього природного середовища;
- інші витрати (внутрішньозаводське переміщення матеріалів, деталей, напівфабрикатів, інструментів зі складів до структурних підрозділів і готової продукції на склади; нестачі незавершеного виробництва; нестачі і втрати від псування матеріальних цінностей у підрозділах; оплата простоїв тощо).

Загально-виробничі витрати поділяють на постійні та змінні.

До змінних загально-виробничих витрат належать витрати на обслуговування й управління виробництвом (підрозділів), що змінюються прямо (або майже прямо) пропорційно до зміни обсягу діяльності. Змінні загально-виробничі витрати розподіляють на кожен об'єкт витрат з використанням бази розподілу (годин праці, заробітної плати, обсягу діяльності, прямих витрат тощо) на підставі фактичної потужності звітного періоду.

До постійних загально-виробничих витрат належать витрати на обслуговування й управління виробництвом, що залишаються незмінними (або майже незмінними) у разі зміни обсягу діяльності. Постійні загально-виробничі витрати розділяють на кожен об'єкт витрат з використанням бази розподілу (годин праці, заробітної плати, обсягу діяльності, прямих витрат тощо) за нормальної потужності. Нерозподілені постійні загально-виробничі витрати включають до складу собівартості реалізованої продукції (робіт, послуг) у періоді їх виникнення.

Витрати, пов'язані з операційною діяльністю, які не належать до собівартості реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг), поділяють на адміністративні витрати, витрати на збут та інші операційні витрати.

Адміністративні витрати – це загальногосподарські витрати, спрямовані на обслуговування та управління підприємством, зокрема:

- загальні корпоративні витрати (організаційні витрати, витрати на проведення річних зборів, представницькі витрати тощо);
- витрати на службові відрядження й утримання апарату управління підприємством та іншого загальногосподарського персоналу;

- витрати на утримання основних засобів, інших матеріальних необоротних активів загальногосподарського використання (операційна оренда, страхування майна, амортизація, ремонт, опалення, освітлення, водопостачання, водовідведення, охорона);
- винагороди за професійні послуги (юридичні, аудиторські, з оцінки майна тощо);
- витрати на зв'язок (поштові, телеграфні, телефонні, телекс, факс тощо);
- амортизація нематеріальних активів загальногосподарського використання;
- витрати на врегулювання спорів у судових органах;
- податки, збори та інші передбачені законодавством обов'язкові платежі (крім податків, зборів та обов'язкових платежів, які включають до виробничої собівартості продукції, робіт, послуг);
- плата за розрахунково-касове обслуговування та інші послуги банків, а також витрати, пов'язані з купівлею–продажем валюти;
- інші витрати загальногосподарського призначення.

Витрати на збут об'єднують витрати, пов'язані з реалізацією (збутом) продукції (товарів, робіт, послуг):

- витрати пакувальних матеріалів для затарювання готової продукції на складах готової продукції;
- витрати на ремонт тари;
- оплата праці та комісійні винагороди продавцям, торговим агентам і працівникам підрозділів, що забезпечують збут;
- витрати на рекламу й дослідження ринку (маркетинг);
- витрати на передпродажну підготовку товарів;
- витрати на відрядження працівників, зайнятих збутом;
- витрати на утримання основних засобів, інших матеріальних необоротних активів, пов'язаних зі збутом продукції, товарів, робіт, послуг (операційна оренда, страхування, амортизація, ремонт, опалення, освітлення, охорона);
- витрати на транспортування, перевантаження і страхування готової продукції (товарів), транспортно-експедиційні та інші послуги, пов'язані з транспортуванням продукції (товарів) відповідно до умов договору (базису) поставки;
- витрати на гарантійний ремонт і гарантійне обслуговування;
- витрати на страхування призначеної для подальшої реалізації готової продукції (товарів), яка зберігається на складі підприємства;
- витрати на транспортування готової продукції (товарів) між складами підрозділів (філій, представництв) підприємства;
- інші витрати, пов'язані зі збутом продукції, товарів, робіт, послуг.

До інших операційних витрат належать:

- витрати на дослідження та розробки відповідно до Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 8 "Нематеріальні активи";

- собівартість реалізованих виробничих запасів, яка для цілей бухгалтерського обліку складається з їхньої облікової вартості та витрат, пов'язаних з їхньою реалізацією;
- сума безнадійної дебіторської заборгованості та відрахування до резерву сумнівних боргів;
- втрати від операційної курсової різниці (тобто від зміни курсу валюти за операціями, активами і зобов'язаннями, що пов'язані з операційною діяльністю підприємства);
- втрати від знецінення запасів;
- нестачі й втрати від псування цінностей;
- визнані штрафи, пеня;
- витрати на утримання об'єктів соціально-культурного призначення;
- інші витрати операційної діяльності.

У структурі виробничої собівартості витрати операційної діяльності групують за такими економічними елементами (див. рис. 6.4):

- матеріальні витрати (вартість витрачених у виробництві сировини й основних матеріалів, купівельних напівфабрикатів, комплектуючих виробів, палива та енергії, будівельних матеріалів, запасних частин, тари і тарних матеріалів, допоміжних та інших матеріалів);
- витрати на оплату праці (заробітна плата за окладами й тарифами, премії та заохочення, матеріальна допомога, компенсаційні виплати, оплата відпусток та іншого невідпрацьованого часу, інші витрати на оплату праці);
- відрахування на соціальні заходи (відрахування на загальнообов'язкове державне соціальне страхування, відрахування на індивідуальне страхування персоналу підприємства, відрахування на інші соціальні заходи);
- амортизація (сума нарахованої амортизації основних засобів, нематеріальних активів та інших необоротних матеріальних активів);
- інші операційні витрати (витрати операційної діяльності, які не ввійшли до складу попередніх елементів, зокрема, витрати на відрядження, на послуги зв'язку, плата за розрахунково-касове обслуговування тощо).

Фінансовими витратами є витрати на відсотки (за користування кредитами, за випущеними облігаціями, за фінансовою орендою тощо) та інші витрати підприємства, пов'язані із запозиченнями (крім фінансових витрат, які включають до собівартості кваліфікаційних активів відповідно до Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 31 "Фінансові витрати").

Втрати від участі в капіталі є збитками від інвестицій в асоційовані, дочірні або спільні підприємства.

До складу інших витрат зачисляють витрати, які виникають під час господарської діяльності. До таких витрат належать:

- собівартість реалізованих фінансових інвестицій (балансова вартість та витрати, пов'язані з реалізацією фінансових інвестицій);

- втрати від зменшення корисності необоротних активів;
- втрати від безоплатного передання необоротних активів;
- втрати від неопераційних курсових різниць;
- сума уцінки необоротних активів і фінансових інвестицій;
- витрати на ліквідацію необоротних активів (розбирання, демонтаж тощо);
- залишкова вартість ліквідованих (списаних) необоротних активів;
- інші витрати діяльності.

Управління витратами полягає в контролі за процесом формування і розподілу витрат підприємства внаслідок його господарської діяльності. Воно спрямоване на обґрунтування рівня витрат підприємства та їхнього фінансового забезпечення.

Формування витрат підприємства головно припадає на сукупність господарських операцій, які реалізують у межах його основної (операційної) діяльності. Серед інших витрат підприємства необхідно виділити витрати, пов'язані з інвестиційною діяльністю (інвестиції в основні засоби, нематеріальні активи, прями і портфельні вкладення), і витрати, пов'язані з фінансовою діяльністю (відсоткові платежі, дивіденди, витрати на оформлення-переоформлення фінансових угод, їхнє супроводження).

В управлінні фінансовими результатами господарської діяльності важливою є закономірність: якщо за незмінних витрат збільшуються доходи або за незмінних доходів зменшуються витрати, то прибуток зростатиме. Отже, зростання витрат від реалізації продукції швидшими темпами, ніж зростання собівартості продукції та витрат, пов'язаних з її реалізацією, може свідчити про зростання масштабів господарської діяльності, освоєння нових ринків збуту чи оптимізацію виробничого процесу (скорочення прямих і накладних витрат). Підвищення рентабельності фінансово-господарської діяльності також досягають завдяки отриманню великого обсягу позареалізаційних доходів (наприклад, реалізація основних засобів). Зростання збитків протягом кількох звітних періодів свідчить про несприятливе становище підприємства і можливість його банкрутства. Причинами зменшення прибутку суб'єкта господарювання є неефективність фінансово-господарської діяльності, що найперше характерно для суб'єктів господарювання, які диверсифікують діяльність або перебувають на стадії зростання чи спаду. Тож одним із найважливіших завдань керівництва підприємства є збільшення доходів і/або зменшення витрат.

У разі ухвалення фінансових рішень щодо управління доходами і витратами підприємства, необхідно враховувати:

- вид та характер фінансово-господарської операції (операційна, фінансова чи інвестиційна), унаслідок якої формують доходи / витрати підприємства;
- джерело доходів / напрям витрат підприємства у розрізі центрів відповідальності;
- структуру витрат підприємства за центрами їхнього формування та видами таких витрат, спрямованих на інформаційне й методологічне забезпечення управління прибутком через оптимізацію обсягу витрат;

- чинники трансформації доходу підприємства (насамперед, виторгу від реалізації) у прибуток, прибутку – у ринкову вартість підприємства та формування доходів власників його корпоративних прав;
- напрями розподілу прибутку, які визначені необхідністю фінансового забезпечення потреби підприємства у капіталі та реалізації його дивідендної політики;
- кількісні показники прибутковості (рентабельності), що відображають ефективність фінансового менеджменту та господарської діяльності підприємства.

6.3. Інструменти операційного аналізу в управлінні фінансовими результатами

Одним із найпростіших методів аналізу фінансових результатів є операційний аналіз, в основі якого – взаємозв'язок категорій “Витрати – Обсяг виробництва – Прибуток” (ВОП). Він визначає залежність фінансових результатів господарської діяльності підприємства від витрат і обсягів реалізації продукції.

Аналіз ВОП може відповісти на запитання, які постають на всіх етапах господарської діяльності, наприклад, такі.

1. Як позначиться на прибутку ефект зміни обсягу реалізації?
2. Що дешевше: придбати чи орендувати основні засоби?
3. Яким має бути мінімальний обсяг беззбиткового випуску продукту за певної ціни?
4. До якого ступеня можна нарощувати силу операційного важеля, маневруючи змінними та постійними витратами, впливаючи на рівень підприємницького ризику?
5. Чи варто і за яких обставин продавати продукцію за цінами, нижчими від собівартості?
6. Який з продуктів необхідно виробляти у більшому обсязі?

Операційний аналіз дає змогу визначити оптимальне співвідношення між змінними витратами на одиницю продукції, постійними витратами, ціною, обсягом випуску і реалізації продукції, а також допомагає зменшити підприємницький ризик.

У разі використання інструментів операційного аналізу витрати розподіляють на змінні й постійні, які в тривалому часі можна вважати умовно-змінними та умовно-постійними, відповідно.

Змінні витрати змінюються прямо пропорційно до обсягу виробництва продукції (витрати на сировину, матеріали для основного виробництва, заробітна плата основних працівників, витрати на збут продукції).

Однак не всі витрати змінюються прямо пропорційно до обсягу виробництва продукції, значну частину іноді становлять умовно-змінні витрати. Наприклад,

придбання підприємством великої партії сировини передбачає отримання знижки, що призводить до порушення раніше визначеної пропорційної залежності між обсягом випуску і матеріальними витратами.

Постійні витрати – це витрати, обсяг яких не змінюється зі зміною обсягу випуску продукції (заробітна плата адміністративно-управлінського персоналу, витрати на оренду приміщень, страхові витрати, витрати на рекламу та інші накладні витрати).

Умовно-постійні витрати охоплюють ті витрати, які змінюються в досліджуваному періоді, проте без тісного взаємозв'язку зі зміною обсягу випуску і реалізації продукції.

Змішані витрати об'єднують елементи постійних і змінних витрат (наприклад, витрати на електроенергію, яку використовують для технологічних цілей і для освітлення приміщень). Аналізуючи витрати, необхідно розподіляти змішані витрати на постійні і змінні.

Суму всіх витрат становлять загальні витрати на весь обсяг виготовленої продукції, яку обчислюють за формулою

$$ЗВ = ПВ + 3МВ_i \times ОВ, \quad (6.4)$$

де $ЗВ$ – загальні витрати на виробництво продукції; $ПВ$ – постійні витрати; $3МВ_i$ – змінні витрати на одиницю продукції; $ОВ$ – обсяг випуску продукції.

На практиці використовують декілька методів розподілу витрат на змінні і постійні:

- максимуму–мінімуму;
- візуального контролю;
- графічний (статистичний);
- найменших квадратів;
- лінійного регресивного аналізу.

За методом максимуму–мінімуму до уваги беруть максимальний і мінімальний обсяги виробництва з відповідними їм обсягами загальних витрат (собівартості) в аналізованому періоді та визначають їхню взаємозалежність. У цьому разі за основу беруть таку систему рівнянь:

$$\begin{cases} ЗВ_{\max} = ПВ + 3МВ_i \times ОВ_{\max} \\ ЗВ_{\min} = ПВ + 3МВ_i \times ОВ_{\min} \end{cases}, \quad (6.5)$$

де $ЗВ_{\max}$, $ЗВ_{\min}$ – максимальний і мінімальний обсяги загальних витрат на виробництво продукції в аналізованому періоді; $ПВ$ – постійні витрати; $3МВ_i$ – змінні витрати на одиницю продукції; $ОВ_{\max}$, $ОВ_{\min}$ – максимальний і мінімальний обсяги випуску продукції в аналізованому періоді.

Метод візуального спостереження дає змогу отримати різні оцінки функції витрат. Однак він не дає точності оцінки.

Графічний метод ґрунтується на тому, що на підставі побудови поля розсіювання загальних витрат, які містять постійну і змінну складові, будують пряму, яка відповідає загальній тенденції зміни сукупних витрат. Перетин такої лінії з віссю ординат визначає обсяг витрат, а змінні витрати на одиницю продукції обчислюють так:

$$ЗМВ_i = \frac{ЗВ - ПВ}{ОВ}, \quad (6.6)$$

де $ЗМВ_i$ – змінні витрати на одиницю продукції; $ЗВ$ – загальні витрати на виробництво продукції; $ПВ$ – постійні витрати; $ОВ$ – обсяг випуску продукції.

Метод найменших квадратів ґрунтується на використанні статистичного інструментарію дослідження взаємозв'язків між показниками. Принцип методу подібний до попереднього, за винятком того, що параметри рівняння загальних витрат визначають проведенням стандартних статистичних процедур. У цьому разі змінні витрати на одиницю продукції визначають так:

$$ЗМВ_i = \frac{\sum (ОВ - ОВ_{\text{сеп}}) \times (ЗВ - ЗВ_{\text{сеп}})}{\sum (ОВ - ОВ_{\text{сеп}})^2}, \quad (6.7)$$

де $ЗМВ_i$ – змінні витрати на одиницю продукції; $ОВ$ – обсяг випуску продукції; $ОВ_{\text{сеп}}$ – середня за аналізований період обсяг випуску продукції; $ЗВ$ – загальні витрати на виробництво продукції; $ЗВ_{\text{сеп}}$ – середні за аналізований період загальні витрати підприємства.

Метод лінійного регресивного аналізу полягає у визначенні витрат за допомогою економіко-математичних моделей.

Для дослідження взаємозв'язку між витратами, обсягами випуску продукції і прибутком використовують *показники операційного аналізу*, головними серед яких є:

- 1) ефект операційного (виробничого) важеля і валова маржа;
- 2) поріг рентабельності;
- 3) запас фінансової стійкості.

Дія *операційного (виробничого) важеля* виявляється у тому, що будь-яка зміна витрат від реалізації продукції завжди породжує більшу зміну прибутку.

У практичних розрахунках для визначення сили впливу операційного важеля використовують показник *вальної маржі* (результату діяльності після відшкодування змінних витрат):

$$ВМ = ВРП - ЗМВ, \quad (6.8)$$

де $ВМ$ – валова маржа; $ВРП$ – виторг від реалізації продукції; $ЗМВ$ – сукупні змінні витрати.

Економічне значення валової маржі (або суми покриття витрат) полягає в тому, що вона є тією частиною виторгу від реалізації продукції, яку підприємство, з одного боку, використовує для покриття умовно-постійних витрат, а з іншого, наскільки можливо, – для формування прибутку. Якщо розмір ВМ більший від умовно-постійних витрат, то підприємство прибуткове, якщо менший, – збиткове. Відповідно, головною метою фінансового менеджменту є максимізація валової маржі, тому що її зростання чисельно дорівнює зростанню прибутку підприємства. (Це відбувається внаслідок зменшення в структурі собівартості продукції питомої ваги постійних витрат та зростання обсягу реалізації продукції).

Ефект виробничого важеля (ЕВВ) (силу впливу операційного важеля) обчислюють за формулою

$$ЕВВ = \frac{ВМ}{П} = \frac{ВРП - ЗмВ}{П} = \frac{ПВ}{П} = \frac{ПВ}{П} + 1, \quad (6.9)$$

де ЕВВ – сила дії виробничого важеля; ВМ – валова маржа; П – обсяг прибутку; ВРП – виторг від реалізації продукції; ЗмВ – сукупні змінні витрати; ПВ – постійні витрати.

Сила дії операційного важеля залежить також від середньогалузевого рівня фондомісткості. Чим більша вартість основних засобів у галузі, тим більшими є постійні витрати – відповідно, тим більший ефект виробничого важеля.

Дію операційного (виробничого) важеля в господарській діяльності відображають такі правила.

1. Якщо виторг від реалізації продукції зростає, то ефект виробничого важеля зростає, і навпаки, кожний відсоток зниження виторгу спричиняє щораз більший відсоток зменшення прибутку.
2. Якщо пройдено поріг рентабельності (точку самоокупності витрат), то зі збільшенням виторгу від реалізації продукції ефект виробничого важеля знижується. Кожний відсоток приросту виторгу від реалізації продукції дає щораз менший відсоток приросту прибутку (у цьому разі зменшується частка постійних витрат у загальній сумі витрат). На невеликій відстані від порогу рентабельності ефект виробничого важеля буде максимальним, а потім знову зменшуватиметься і так до нового рівня постійних витрат з досягненням нового порогу рентабельності.
3. Підвищена питома вага постійних витрат посилює дію операційного важеля, тому зниження ділової активності підприємства провокує значні втрати прибутку.
4. Ефект виробничого важеля свідчить про рівень підприємницького ризику, пов'язаного з підприємством: чим більша сила дії виробничого важеля, тим більший підприємницький ризик.

Поріг рентабельності – це такий обсяг виторгу від реалізації продукції, за якого підприємство вже не має збитків, однак ще не має прибутків. Валової маржі

вистачає на покриття постійних витрат, прибуток дорівнює нулю. Відповідно, порогу рентабельності досягають за умови рівності:

- 1) валової маржі і постійних витрат;
- 2) виторгу від реалізації продукції і сукупних витрат:

$$\Pi = \text{ВМ} - \text{ПВ} = 0; \quad (6.10)$$

$$\text{ПР} = \frac{\text{ПВ}}{\text{КВМ}}, \quad \text{КВМ} = \frac{\text{ВМ}}{\text{ВРП}}, \quad (6.11)$$

де Π – обсяг прибутку; ВМ – валова маржа; ПВ – постійні витрати; ПР – поріг рентабельності у грошовому вираженні; КВМ – коефіцієнт валової маржі; ВРП – виторг від реалізації продукції.

Поріг рентабельності в натуральному вираженні (точка беззбитковості) визначають так:

$$\text{ПР}(\Gamma_6) = \frac{\text{ПВ}}{\text{ВМ}_i}, \quad (6.12)$$

або
$$\text{ПР}(\Gamma_6) = \frac{\text{ПР}}{\text{Ц}_i}, \quad (6.13)$$

де $\text{ПР}(\Gamma_6)$ – поріг рентабельності (точка беззбитковості) – кількість одиниць продукції, виробництво і реалізація яких забезпечують беззбитковість господарської діяльності; ПВ – постійні витрати; ПР – поріг рентабельності в грошовому вираженні; ВМ_i – валова маржа на одиницю продукції; Ц_i – ціна одиниці продукції.

Якщо підприємство виготовляє кілька товарів, то порогову кількість для кожного з них (наприклад, для товару A) можна визначити так:

$$\text{ПР}(\Gamma_6)_A = \frac{\text{ПВ}}{\text{ВМ}_i(A)} \times \text{ч}_A, \quad (6.14)$$

де $\text{ПР}(\Gamma_6)_A$ – порогова кількість товару A ; ПВ – постійні витрати; ч_A – частка товару A у загальному виторзі від реалізації продукції; $\text{ВМ}_i(A)$ – валова маржа на одиницю товару A .

Запас фінансової стійкості (ЗФС) – це різниця між досягнутим фактичним виторгом від реалізації продукції і порогом рентабельності. Якщо виторг від реалізації продукції менший від порогу рентабельності, то фінансовий стан підприємства погіршується, виникає дефіцит ліквідних коштів:

$$\text{ЗФС}_{\text{абс}} = \text{ВРП} - \text{ПР}, \quad (6.15)$$

$$ЗФС_{\text{відн}} = \frac{ВРП - ПР}{ВРП}, \quad (6.16)$$

де $ЗФС_{\text{абс.}}$, $ЗФС_{\text{відн}}$ – запас фінансової стійкості в абсолютному та відносному вираженні відповідно; ВРП – виторг від реалізації продукції; ПР – поріг рентабельності.

Для визначення запасу фінансової стійкості у відносному вираженні можна використати таку формулу:

$$ЗФС_{\text{відн}} = \frac{ВРП}{ЕВВ}, \quad (6.17)$$

де $ЗФС_{\text{відн}}$ – запас фінансової стійкості у відносному вираженні; ВРП – виторг від реалізації продукції; ЕВВ – сила дії виробничого важеля.

Відповідно, між виторгом від реалізації продукції та силою дії операційного важеля існує обернено пропорційна залежність.

Отже, підприємство, з огляду на інструменти операційного аналізу, є привабливим для інвесторів та кредиторів за умови, якщо:

- $ЗФС_{\text{відн}}$ достатньо високий ($>10\%$ виторгу від реалізації продукції);
- досягнуто сприятливого значення ЕВВ за раціональної питомої ваги постійних витрат у загальній їхній сумі;
- досягнуто високого рівня економічної рентабельності активів (ЕР).

6.4. Ефективні напрями розподілу і використання прибутку

Напрями використання прибутку повинні узгоджуватися з корпоративною стратегією підприємства і забезпечувати стійке та стабільне зростання ринкової вартості підприємства і достатку акціонерів.

Як показано на рис. 6.5, переваги підприємства на ринку трансформуються у вартість (добробут акціонерів), яка, відповідно, може бути спожита внаслідок розподілу між власниками або реінвестована в господарську діяльність підприємства з метою створення нової вартості.

Важливим завданням управління виростанням прибутку підприємства є балансування інтересів щодо тезаврації прибутку та потреб політики грошових дивідендних виплат (поточного розподілу прибутку серед власників корпоративних прав у грошовій формі). Метою цільового планування і прогнозування прибутку суб'єкта господарювання є базове узгодження абсолютних обсягів фінансових ресурсів, необхідних для фінансування цих напрямів.

Відповідно, можна виділити такі питання, вирішення яких має забезпечити оптимальний розподіл прибутку підприємства:

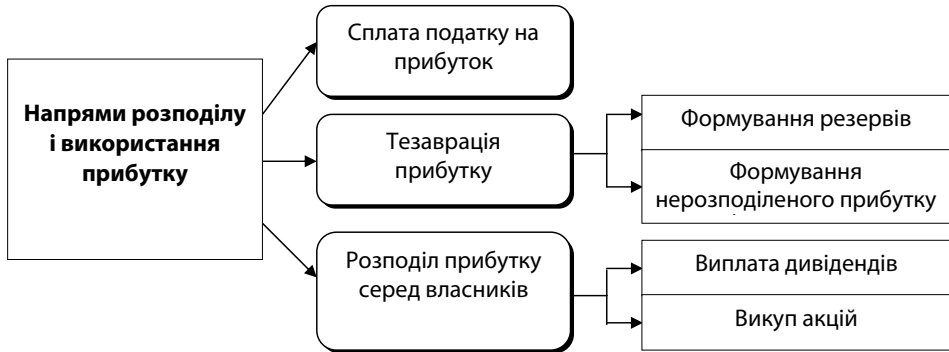


Рис. 6.5. Головні напрями розподілу і використання прибутку

- забезпечення погашення податкових зобов'язань підприємства (сплата податку на прибуток);
- обслуговування залученого в попередніх періодах власного капіталу підприємства;
- формування фондів коштів та резервів для використання в наступних періодах.

У рамках управління використанням прибутку підприємства податкове планування передбачає контроль за формуванням та виконанням податкових зобов'язань з податку на прибуток.

Сума запланованого рівня прибутку з урахуванням податку впливатиме на визначення обсягу виробництва так:

$$OB = \frac{ПВ + ЧП \times (1 - C_n)}{Ц_i - ЗМВ_i}, \quad (6.18)$$

де OB – обсяг випуску продукції, реалізація якої забезпечуватиме досягнення запланованого прибутку з урахуванням його оподаткування; $ЧП$ – чистий прибуток; C_n – ставка податку на прибуток; $Ц_i$ – ціна одиниці продукції; $ЗМВ_i$ – змінні витрати на одиницю продукції.

У практиці фінансового менеджменту використовують такі *методи планування податку на прибуток* підприємства:

- зниження бази оподаткування з метою скорочення абсолютної величини податкових зобов'язань з податку на прибуток;
- зменшення грошових потоків, що входять до складу доходів підприємств і, відповідно, збільшують об'єкт оподаткування;
- збільшення грошових потоків, які включають до складу витрат підприємства і, відповідно, зменшують об'єкт оподаткування;
- використання податкових пільг;

- оптимізація перерозподілу фінансових зобов'язань з податку на прибуток у часі;
- максимальне скорочення в часі розриву між визнанням виторгу для податкових зобов'язань та реальним надходженням на підприємство коштів;
- максимальне наближення дати визнання господарських операцій, що призводять до зменшення об'єкта оподаткування і, відповідно, абсолютної величини податкових зобов'язань суб'єкта господарювання;
- використання в діяльності підприємства чи його окремих підрозділів (або навіть дочірніх підприємств та підконтрольних структур) законодавчо затверджених альтернативних режимів оподаткування;
- переміщення окремих виробництв, структурних підрозділів або ж дочірніх компаній до вільних економічних зон з метою використання можливих переваг для оптимізації абсолютної величини і структури податкових зобов'язань суб'єкта господарювання;
- використання легальних механізмів офшорних зон з метою законного уникнення оподаткування тих чи інших доходів суб'єкта господарювання тощо.

Податкове планування покликане зменшувати податкові нарахування підприємств, а також регулювати правильне і повне використання податкових пільг у разі визначення оподатковуваного доходу та обчислення податкових зобов'язань. Регулювання бази оподаткування прибутку є одним із найважливіших напрямів планування. У цьому разі треба враховувати всі чинники, які впливають на формування об'єкта оподаткування, зокрема, вибір форми підприємницької діяльності, облікову політику, структуру корпоративного капіталу, наявність дочірніх компаній і (або) офісів в інших податкових юрисдикціях (разом з міжнародними аспектами операцій підприємств) та ін.

Податкове планування охоплює процеси, відображені на рис. 6.6.

Організація податкового планування як засобу оптимізації оподаткування прибутку підприємства передбачає таке:

- щоденний моніторинг зміни законодавчої бази у сфері прибуткового оподаткування підприємств, а також контроль правильності обчислення доходів і витрат та податкових зобов'язань з податку на прибуток;
- заходи з поточної оптимізації податку на прибуток, складання типових схем господарських операцій і реалізації угод, що впливають на доходи і витрати ділової одиниці;
- складання прогнозів сплати податку на прибуток, а також схем реалізації заходів щодо зниження загального податкового навантаження.

Розроблення порядку сплати податку на прибуток як частина загальної податкової політики підприємства передбачає певну послідовність дій (рис. 6.7).

Одним з найважливіших етапів є оцінювання ефективності розробленої стратегії щодо сплати податку на прибуток за допомогою низки показників, які дають змогу проаналізувати податкове навантаження на фінансові результати господарської діяльності (табл. 6.1).

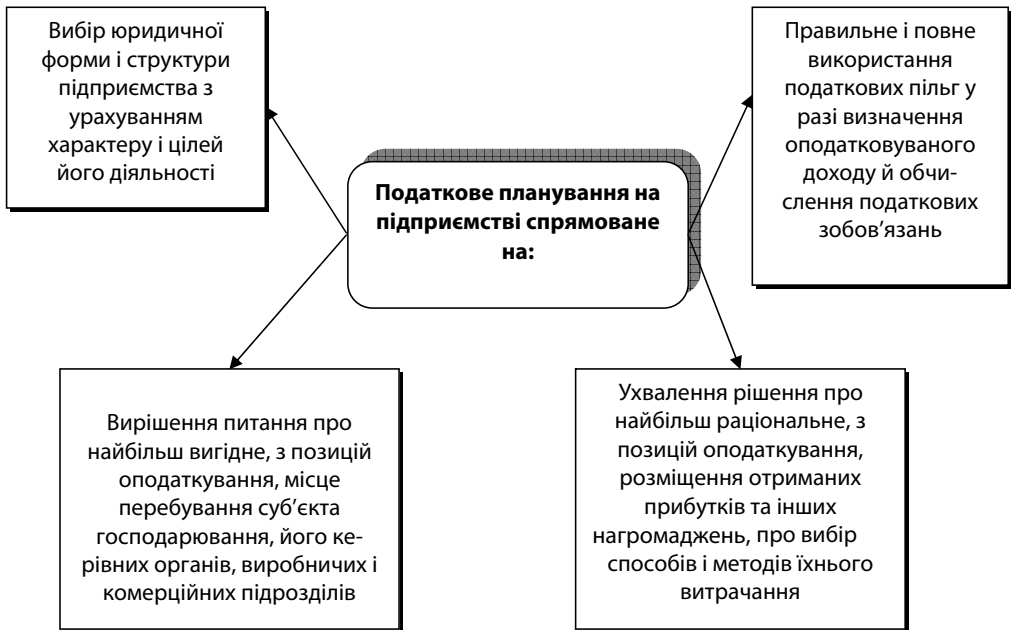


Рис. 6.6. Планування податку на прибуток підприємства

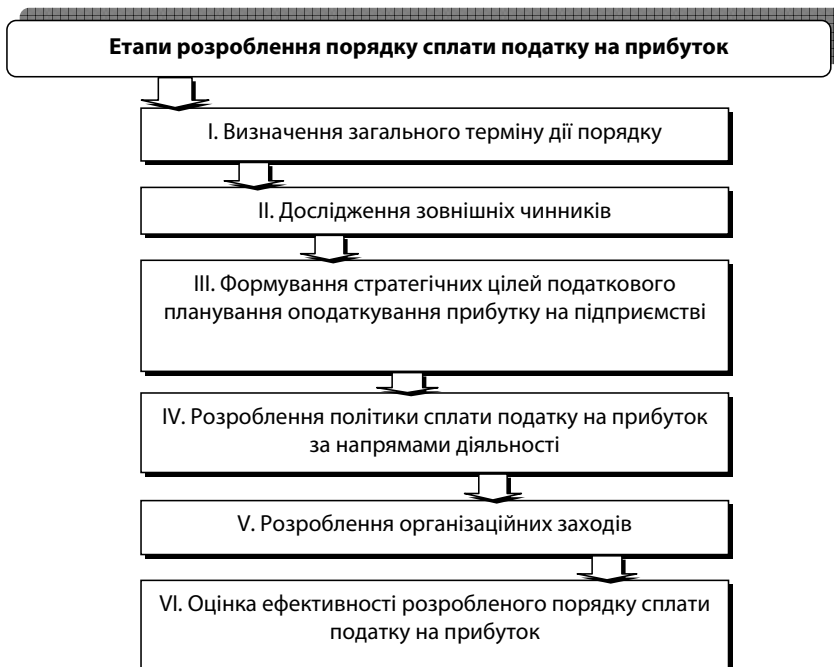


Рис. 6.7. Етапи розроблення порядку сплати податку на прибуток підприємства

Таблиця 6.1

Показники впливу оподаткування
на фінансові результати господарської діяльності

Показник	Формула
Питома вага податку на прибуток у загальній сумі податкових платежів, сплачених до бюджету та державних цільових фондів ($\text{Ч}_{\text{ПП}}$)	$\text{Ч}_{\text{ПП}} = \frac{\text{ПП}}{\text{ЗПП}},$ де ПП – сума сплаченого податку на прибуток підприємства; ЗПП – загальна сума податкових платежів, сплачених до бюджету та державних цільових фондів
Коефіцієнт ефективності податку на прибуток ($\text{К}_{\text{ЕПП}}$)	$\text{К}_{\text{ЕПП}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{ПП}},$ де ЧП – сума чистого прибутку підприємства; ПП – сума сплаченого податку на прибуток підприємства
Коефіцієнт податкомісткості прибутку у загальній сумі обсягу реалізації ($\text{К}_{\text{ПОР}}$)	$\text{К}_{\text{ПОР}} = \frac{\text{ПП}}{\text{ОР}},$ де ПП – сума сплаченого податку на прибуток підприємства; ОР – обсяг реалізованої продукції у грошовому вираженні
Коефіцієнт податкомісткості податку на прибуток у витратах підприємства ($\text{К}_{\text{ПВ}}$)	$\text{К}_{\text{ПВ}} = \frac{\text{ПП}}{\text{ЗВ}},$ де ПП – сума сплаченого податку на прибуток підприємства; ЗВ – загальні витрати підприємства
Коефіцієнт пільгового оподаткування прибутку ($\text{К}_{\text{ПОП}}$)	$\text{К}_{\text{ПОП}} = \frac{\text{ППі}}{\text{ППі} + \text{ЗПП}},$ де ППі – сума податкових пільг з податку на прибуток, якими користується підприємство; ЗПП – загальна сума податкових платежів, сплачених до бюджету та державних цільових фондів
Рівень генерування активами підприємства податку на прибуток ($\text{Ч}_{\text{ППА}}$)	$\text{Ч}_{\text{ППА}} = \frac{\text{ПП}}{\text{А}} \times 100\%,$ де ПП – сума сплаченого податку на прибуток підприємства; А – середня вартість активів

Планування податку на прибуток за умови його раціональної організації на підприємстві дає змогу дотримуватися чинного податкового законодавства завдяки правильності розрахунку податку на прибуток, допомагає звести до мінімуму зобов'язання з податку на прибуток, а також оптимізувати розмір прибутку, ефективно керувати грошовими потоками та уникати фінансових санкцій.

Одним з напрямів розподілу чистого прибутку є виплати дивідендів, що пов'язано з прийнятою підприємством дивідендною політикою та участю власників у фінансових результатах господарської діяльності. Головними цілями дивідендної політики є задоволення потреб акціонерів на власний капітал (отримання прибутку є головною підприємницькою ціллю, а отримання доходу на вкладений капітал – головною метою власників підприємства) та спрямування коштів на розвиток суб'єкта господарювання.

Виділяють такі теорії формування дивідендної політики.

- I. Теорія пасивної ролі дивідендів (теорія Міллера–Модельяні): зміна виплати дивідендів за умов незмінних інвестиційних можливостей підприємства не впливає на багатство акціонерів. Розмір прибутку, який спрямовують на розвиток підприємства (або нерозподілений прибуток), не впливає на його вартість.
- II. Теорія активної ролі дивідендів (теорія Гордона): дивіденди відіграють активну роль у політиці розподілу прибутку, тому надають перевагу виплаті дивідендів сьогодні, аніж отриманню більшого доходу в майбутньому.
- III. Теорія податкових переваг: ефективність дивідендної політики визначають мінімальним податковим навантаженням на доходи власників.
- IV. Сигнальна теорія: стабільність і розмір дивідендів є базовим елементом для оцінки сьогоднішніми і потенційними інвесторами реальної поточної вартості підприємства.
- V. Теорія переваг акціонерів відповідає вимогам та очікуванням більшості акціонерів (власників).

На підставі зазначених теорій виокремлюють *дев'ять видів дивідендної політики* підприємства.

1. Політика “нульового” дивіденду полягає у невиплаті дивідендів узагалі. Ця дивідендна концепція ґрунтується на припущеннях Міллера–Модельяні. Її реалізація можлива лише в тому випадку, коли акціонери пов'язують свої очікування зі значним зростанням акцій компанії, довіряють її менеджменту або якщо їхнього сукупного корпоративного впливу недостатньо для того, щоб змінити цю політику.
2. Політика “100 %” дивіденду передбачає використання всього нерозподіленого прибутку на виплату дивідендів. Така політика може бути виправдана винятково для підприємств, які обмежені у зростанні специфікою діяльності. Наприклад, підприємства, що видобувають корисні копалини.
3. Політика фіксованого дивіденду означає виплату однієї і тієї ж абсолютної величини дивідендів із розрахунку на одну акцію. Якщо немає чистого прибутку, то на виплату дивідендів можуть скерувати навіть кошти резервного фонду. Політика фіксованого дивіденду характерна для привілейованих акцій, проте деякі підприємства можуть застосовувати її і до звичайних акцій.
4. Політика фіксованого дивіденду з преміальними виплатами передбачає, на додаток до фіксованої (гарантованої) частини дивідендів, ще й додаткові преміальні виплати в ті періоди, коли керівництво підприємства вирішить їх виплатити. Додаткові кошти виплачують, якщо підприємство досягає значних позитивних фінансових результатів. Преміальні виплати, зазвичай, є визначальним чинником курсу цінних паперів підприємства, оскільки,

відповідно до деяких теорій поведінки інвесторів на фондовому ринку, ті чекають сприятливих змін у дивідендній політиці.

5. Політика виплати дивідендів як фіксованого відсотка з прибутку полягає в обчисленні дивідендів із розрахунку на одну акцію. Переваги цієї дивідендної політики – простота та зрозумілість у застосуванні, прозорість механізму нарахування. Однак чистий прибуток та сума, призначена для дивідендних виплат, тісно пов'язані з продажами підприємства, тобто вони переважно коливаються відповідно до сезонності продажу. Як наслідок, сезонні коливання продажу відображаються в сезонних коливаннях дивідендів.
6. Прогресивна дивідендна політика спрямована на поступове постійне збільшення дивідендних виплат із розрахунку на одну акцію. Така політика передбачає встановлення порівняно більших дивідендних виплат на одну акцію, ніж в аналогічному періоді.
7. Регресивна дивідендна політика передбачає стале та поступове зменшення дивідендних виплат, що еквівалентно їхньому приросту з від'ємним темпом. Якщо прогресивна дивідендна політика часто приводить до зростання курсу акцій, то регресивна – до падіння. Проте акціонерні товариства часом змушені застосовувати цю дивідендну політику з огляду на об'єктивні обставини. Зростання конкуренції часто призводить до зменшення чистого прибутку.
8. Політика негрошових виплат – замість прямих грошових дивідендних виплат використовують, зазвичай, найближчі грошові замітники. Наприклад, виплата дивідендів випуском нових цінних паперів – акцій чи облигацій.
9. Політика нагромаджених кумулятивних дивідендів: дивіденди оголошують, проте виплату їх відкладають до "ліпших часів" (проводять за умов небажання застосовувати політику негрошових виплат або якщо нема достатніх фінансових ресурсів для грошових дивідендних виплат).

На вибір дивідендної політики впливають такі чинники:

- організаційно-правова форма суб'єкта господарювання;
- стадія життєвого циклу підприємства і масштаби його фінансово-господарської діяльності;
- відносини з власниками;
- потреба у грошових коштах;
- темпи зростання підприємства;
- стабільність доходів;
- рентабельність;
- доступність зовнішнього фінансування й умов кредитних договорів;
- боргові зобов'язання.

Ефективною вважають таку дивідендну політику, за якої задовольняють інтереси власників, кредиторів та менеджменту підприємства. Уникнути конфліктів між усіма зацікавленими сторонами неможливо. Без обмежень з боку кредиторів максимально ефективною вважають політику, спрямовану на максимізацію доходів власників у формі підвищення курсової вартості акцій та (або) дивідендів.

У традиційному розумінні рішення власників щодо дивідендів чи реінвестування прибутку залежить від очікуваної рентабельності власного капіталу підприємства (P_{BK}) та ставки доходів від альтернативних вкладень відповідного обсягу капіталу на ринку (∂), адже курс акцій прямо пропорційний до дивіденду й обернено пропорційний до відсоткової ставки за альтернативними вкладеннями. Якщо на ринку є змога вкласти капітал з вищою нормою дохідності, ніж у підприємство-емітент (за однакового рівня ризику), то доцільно приймати рішення щодо виплати дивідендів. Якщо ж навпаки, то обґрунтованою буде тезаврація прибутку.

Отже, доки $P_{BK} > \partial$, з погляду прибутковості власникам доцільно реінвестувати весь чистий прибуток. У такому разі ринковий курс акцій зростатиме. Згідно з класичним підходом, алгоритм розрахунку ринкового курсу корпоративних прав має такий вигляд:

$$PK_a = \frac{D_a + (ЧП_a - D_a) \times P_{BK} / \partial}{\partial}, \quad (6.19)$$

де PK_a – ринковий курс корпоративних прав (акцій); $ЧП_a$ – чистий прибуток на одну акцію; D_a – дивіденди на одну акцію; P_{BK} – рентабельність власного капіталу; ∂ – ставка доходу від альтернативних вкладень відповідного обсягу капіталу на ринку.

Крім перелічених показників, ефективність дивідендної політики характеризують відношенням ринкового курсу акцій до чистого прибутку на одну акцію (визначає взаємозв'язок між чистим прибутком підприємства та курсом його акцій і відображає, скільки річних прибутків на одну акцію потрібно, щоб окупилися кошти, вкладені в акцію) та відношенням ринкового курсу акцій до показника чистого грошового потоку на одну акцію (розкриває взаємозв'язки між ринковим курсом акцій і чистим грошовим потоком підприємства).

Ефективність дивідендної політики підприємства можна оцінити на підставі аналізу показників прибутковості корпоративних прав, від значення яких залежать доходи власників (табл. 6.2).

Частина чистого прибутку, не розподілена серед власників підприємства через виплату грошових дивідендів чи викуп корпоративних прав власної емісії, є тезаврованим (капіталізованим) прибутком. Його, відповідно, можуть використовувати для таких цілей: поповнення резервного капіталу підприємства; збільшення статутного капіталу підприємства, формування нерозподіленого прибутку, створення інших резервів, передбачених статутними документами, фінансування інвестиційних проектів, покриття потреби в операційному капіталі, виплата заохочень менеджерам тощо.

Таблиця 6.2

Показники ефективності дивідендної політики підприємства

Показник	Формула
Чистий прибуток на одну просту акцію (ЧП _а)	$\text{ЧП}_a = \frac{\text{ЧП}}{K_a},$ де ЧП – сума чистого прибутку, який належить власникам простих акцій; K _а – кількість простих акцій
Дивіденди на одну просту акцію (Д _а)	$D_a = \frac{D}{K_a},$ де D – сума оголошених дивідендів; K _а – кількість простих акцій, за якими сплачують дивіденди
Коефіцієнт цінності акцій (K _{ца})	$K_{ца} = \frac{PЦ_a}{D_a},$ де PЦ _а – ринкова ціна однієї акції; D _а – дивіденд на одну просту акцію
Рентабельність акції (рівень доходності акцій) (P _а)	$P_a = \frac{D_a}{PЦ_a},$ де PЦ _а – ринкова ціна однієї акції; D _а – дивіденд на одну просту акцію
Коефіцієнт дивідендних виплат (K _{дв}), або норма розподілу прибутку	$K_{дв} = \frac{D}{\text{ЧП}},$ де D – сума виплачених дивідендів; ЧП – сума чистого прибутку
Ставка доходу на оплачений капітал (d _к)	$d_k = \frac{D}{AK} \times 100\%$ де D – сума виплачених дивідендів; АК – оплачений акціонерний капітал

Реінвестування прибутку, тобто його вкладення у розвиток підприємства, дає змогу уникнути додаткових витрат, що виникають у разі випуску нових акцій, а також зберегти систему контролю за діяльністю підприємства, яка вже склалася.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Охарактеризуйте сутність та чинники формування прибутку підприємства.
2. Розкрийте головні завдання управління фінансовими результатами господарської діяльності.
3. Перелічіть джерела формування доходів підприємства.
4. Охарактеризуйте елементи витрат і методи їхнього розподілу на постійні та змінні.
5. На підставі яких критеріїв ухвалюють фінансові рішення щодо управління доходами і витратами підприємства?

6. Проаналізуйте дію операційного важеля у взаємозв'язку категорій "витрати – обсяг виробництва – прибуток".
7. Обґрунтуйте зміст показників "порог рентабельності" і "запас фінансової стійкості підприємства".
8. Виділіть напрями розподілу й використання фінансових результатів господарської діяльності.
9. Назвіть головні методи планування податку на прибуток підприємства.
10. Наведіть показники ефективності дивідендної політики суб'єкта господарювання.



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

1. До завдань управління прибутком належать ...

- 1) збільшення частки прибутку від основної діяльності;
- 2) забезпечення прийнятого рівня рентабельності фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання;
- 3) визначення пропорцій розподілу прибутку з метою максимального задоволення потреб власників / акціонерів;
- 4) усе перелічене.

2. Валова маржа – це ...

- 1) виторг від реалізації продукції;
- 2) виторг від реалізації продукції після відшкодування змінних витрат;
- 3) виторг від реалізації продукції після відшкодування постійних витрат;
- 4) фінансовий результат реалізації продукції після сплати податків.

3. Ефект виробничого важеля використовують для визначення ...

- 1) розміру прибутку підприємства;
- 2) розміру сукупних витрат на виробництво продукції;
- 3) впливу на прибуток зміни виторгу від реалізації продукції;
- 4) прогнозованого розміру собівартості виробленої продукції.

4. Порог рентабельності – це ...

- 1) рівність виторгу від реалізації продукції та змінних витрат;
- 2) виторг від реалізації продукції, що дорівнює постійним витратам;
- 3) рівність виторгу від реалізації продукції і сукупних витрат;
- 4) виторг від реалізації продукції, що перевищує собівартість продукції.

5. Порогу рентабельності досягають за умови ...

- 1) рівності валової маржі і постійних витрат підприємства;
- 2) рівності виторгу від реалізації продукції і сукупних витрат підприємства;
- 3) якщо прибуток підприємства дорівнює нулю;
- 4) за усіх перелічених умов.

6. Виторг від реалізації продукції впливає на запас фінансової стійкості підприємства так:

- 1) зі збільшенням виторгу від реалізації продукції запас фінансової стійкості підприємства зменшується;
- 2) зі збільшенням виторгу від реалізації продукції запас фінансової стійкості підприємства збільшується;
- 3) зі зменшенням виторгу від реалізації продукції запас фінансової стійкості збільшується;
- 4) нема взаємозв'язку між цими показниками.

7. Ефективність управління прибутком підприємства визначають порівнянням ...

- 1) обсягу прибутку та ринкової вартості підприємства;
- 2) номінального курсу акцій і чистого прибутку на одну акцію;
- 3) суми оголошених дивідендів та обсягу чистого прибутку;
- 4) правильної відповіді немає.

8. Яка дивідендна політика приводить до зниження курсу акцій:

- 1) політика "нульового" дивіденду;
- 2) політика фіксованого дивіденду;
- 3) регресивна дивідендна політика;
- 4) прогресивна дивідендна політика.

9. Який з показників дає змогу узагальнено охарактеризувати порядок сплати податку на прибуток підприємства?

- 1) коефіцієнт ефективності оподаткування податком на прибуток;
- 2) коефіцієнт ефективності витрат;
- 3) коефіцієнт податкомісткості реалізованої продукції;
- 4) коефіцієнт генерування активами підприємства податку на прибуток.

10. Рішення про реінвестування прибутку доцільно ухвалювати, якщо ...

- 1) на ринку немає можливості вкласти капітал з вищою нормою дохідності, ніж у підприємство-емітент;
- 2) курс акцій підприємства зростає;
- 3) ставка доходів від альтернативних вкладень зменшується (за однакового рівня ризику);
- 4) усі відповіді правильні.



ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ

На підставі відомостей про фінансово-господарську діяльність оцініть взаємозв'язок показників обсягу випуску продукції, витрат і прибутку підприємства та визначте вплив оподаткування на його фінансові результати.

Вид господарської операції	I	II	III	IV
	тис. грн			
Дохід від реалізації продукції	3 381	8 580	3 665	5 262
Сукупні витрати, у тім числі	6 254	7 717	3 296	4 622
матеріальні витрати	557	1 600	607	804
витрати на оплату праці	1 299	3 112	1 278	2 117
відрахування на соціальні заходи	475	1 178	467	705
амортизація	785	1 594	750	751
інші витрати	138	233	194	245
Прибуток	127	863	369	640
Загальна сума податкових платежів, сплачених до бюджету та державних цільових фондів	726	1 873	781	1 246



ЛІТЕРАТУРА

1. Бланк И. А. Финансовый менеджмент : учеб. курс / И. А. Бланк ; 2-е изд., перераб. и доп. – Киев : Эльга, Ника-Центр, 2007. – 521 с.
2. Бриггэм Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бриггэм, М. Эрхардт ; пер. с англ. под. ред. канд. экон. наук Е. А. Дорофеева. – СПб. : Питер, 2009. – 960 с.
3. Гладка Л. І. Управління прибутком в сучасних умовах / Л. І. Гладка, М. О. Домашченко, М. В. Ковальова // Економіка і регіон : Наук. вісник Полтав. техн. ун-ту ім. Ю. Кондратюка. – 2012. – № 1(32). – С. 195–198.
4. Крамаренко Г. О. Фінансовий менеджмент : підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна ; 2-е вид. – К. : Центр навч. лі-ри, 2009. – 520 с.
5. Кудряшов В. П. Курс фінансів : навч. посібник / В. П. Кудряшов. – К. : Знання, 2008. – 431 с.
6. Момот Т. В. Фінансовий менеджмент : навч. посібник / Т. В. Момот, В. О. Безугла, Ю. О. Тараруєв та ін.; за ред. Т. В. Момот. – К. : Центр навч. лі-ри, 2011. – 712 с.
7. Наказ Міністерства фінансів України "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 15 "Дохід" від 29 листопада 1999, № 290 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0860-99>
8. Наказ Міністерства фінансів України "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 16 "Витрати" від 31 грудня 1999, № 318 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : Доступно з : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0027-00>
9. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посібник / О. О. Терещенко. – К. : КНЕУ, 2003. – 554 с.
10. Фінансовий менеджмент : підручник / А. М. Поддєрьогін, М. Д. Білик, Л. Д. Буряк та ін. – К. : КНЕУ, 2005. – 535 с.
11. Шелудько В. М. Фінансовий менеджмент : підручник / В. М. Шелудько; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка; 2-ге вид., стереотип. – К. : Знання, 2013. – 375 с.



- 7.1. Сутність і структура активів підприємства.
- 7.2. Методи оцінювання вартості активів у господарській діяльності.
- 7.3. Політика фінансування і формування структури оборотних активів.
- 7.4. Управління відновленням необоротних активів.

7.1. Сутність і структура активів підприємства

Створення якісної системи управління активами є важливим напрямом підвищення ефективності фінансово-господарської діяльності підприємства, оскільки розроблення і впровадження раціональних підходів в управлінні активами забезпечують стійкість фінансового стану, кредитоспроможність, інвестиційну привабливість вітчизняних суб'єктів господарювання.

Активи – це майно в матеріальній і нематеріальній формах, придбане підприємством за власні або позичені кошти, що перебувають у його розпорядженні та призначені для використання у фінансово-господарській діяльності з метою отримання економічних і соціальних результатів та прибутку. Відповідно до П(С)БО 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності”, активи підприємства – це ресурси, контрольовані підприємством унаслідок минулих подій, використання яких, як очікують, приведе до отримання економічних вигод у майбутньому [8].

Активи суб'єкта господарювання формують з наперед нагромадженого інвестиційного капіталу, вони мають визначену вартість, продуктивність і здатність генерувати дохід, а їхній постійний оборот у процесі використання пов'язаний з чинниками часу, ризику і ліквідності.

Відображені в балансі активи містять відомості про розміщення капіталу, що є в розпорядженні підприємства, тобто про вкладення в конкретне майно і матеріальні цінності, про витрати підприємства на виробництво й реалізацію продукції, про залишки вільних коштів. Активи підприємства можна класифікувати за такими ознаками (табл. 7.1).

Таблиця 7.1

Класифікація активів підприємства

Ознака класифікації	Види
За формою існування	Матеріальні активи Нематеріальні активи Грошові (фінансові) активи
За характером участі у господарському процесі відповідно до особливостей їхнього обороту	Оборотні активи Необоротні активи
За характером участі у господарській діяльності	Операційні активи Інвестиційні активи
За характером фінансових джерел формування	Валові активи Чисті активи
За характером володіння	Власні активи Орендовані активи Безоплатно отримані активи
За ступенем агрегованості	Індивідуальні активи Групи активів Майнові комплекси
За ступенем ліквідності	Високоліквідні активи Середньоліквідні активи Низьколіквідні активи Неліквідні активи
За характером використання у виробничо-господарській діяльності	Продуктивні активи Непродуктивні активи
За характером розміщення щодо підприємства	Внутрішні активи Зовнішні активи

Складено на підставі [2, 6, 7].

Важливою ознакою групування статей активу балансу є ступінь їхньої ліквідності (швидкість перетворення на готівку). За цією ознакою всі активи балансу поділяють так:

- довготермінові (необоротні) активи (перший розділ активу балансу). До складу необоротних активів підприємства належать: основні засоби; капітальні інвестиції; довгострокові фінансові інвестиції; довгострокова дебіторська заборгованість, інші необоротні активи тощо;
- поточні (оборотні) активи (другий розділ активу балансу). До оборотних активів підприємства належать: виробничі запаси сировини і матеріалів; запаси малоцінних і швидкозношуваних предметів; незавершене виробництво; готова продукція, призначена до реалізації; дебіторська заборгованість (за продукцію, роботи, послуги, за розрахунками); гроші та їхні еквіваленти; поточні фінансові інвестиції (короткотермінові фінансові вкладення), інші оборотні активи тощо.

Активи підприємства використовують як у внутрішньому обороті, так і за межами суб'єкта господарювання (дебіторська заборгованість, придбання цінних паперів інших підприємств).

Вкладення коштів підприємства в його активи має вирішальне значення для забезпечення фінансово-господарської діяльності та підвищення її ефективності. Фінансовий стан підприємства залежить від обсягу капіталу, вкладеного у сферу виробництва (основні й оборотні засоби) та у сферу обігу (засоби обігу), а також оптимальності їхнього співвідношення. З огляду на це важливо аналізувати динаміку та структуру активів підприємства.

Крім того, поділ активів підприємства на оборотні й необоротні пов'язаний з термінами та особливостями їхнього використання у фінансово-господарській діяльності. Необоротні активи призначені для тривалого використання в процесі фінансово-господарської діяльності. Кошти, інвестовані в необоротні активи, є певною мірою знерухомленими, вилученими з обороту на тривалий період, і не можуть бути оперативно використані на інші цілі. Тому інвестиції в необоротні активи, зазвичай, проводять з довготермінових джерел фінансування і докладно оцінюють з погляду їхньої доцільності.

Важливою складовою необоротних активів є основні засоби, оскільки вони необхідні для організації будь-якого виробничого процесу. До основних засобів належать будівлі та споруди, машини й обладнання, транспортні засоби, інструменти, прилади й інвентар, інші основні засоби. Кошти, інвестовані в основні засоби, як і самі основні засоби, часто називають основним капіталом.

У складі необоротних активів також виділяють нематеріальні активи, які становлять більш чи менш суттєву частку необоротних активів залежно від специфіки діяльності підприємства, його фінансової та інвестиційної політики. Нематеріальні активи – це об'єкти права інтелектуальної власності, а також інших аналогічних прав, визначених у законодавчому порядку об'єктом права власності [5]. У будь-якому разі це активи, які досить швидко нарощують або, навпаки, втрачають ринкову вартість унаслідок швидкого морального старіння. Їхню вартість досить часто, незважаючи на тенденцію до зростання ролі у фінансово-господарській діяльності, не враховують у ході обчислення власного капіталу підприємства.

Основні засоби та нематеріальні активи неодноразово застосовують у виробничому процесі. У ході виробничого використання їхня вартість поступово зменшується внаслідок фізичного та морального зношення і переноситься на вартість виробленої продукції.

Довготермінові фінансові вкладення характеризують інвестиційну діяльність підприємства, безпосередньо не пов'язану з його основною діяльністю (якщо це не є вкладеннями в дочірні або асоційовані компанії). Кошти, вкладені в такий спосіб, є вилученими з господарського обороту і їхня наявність може бути виправданою лише в разі високої прибутковості інвестицій та наявності вільних фінансових ресурсів, які не передбачено використовувати для розширення виробничої діяльності.

Вагому частину оборотних активів підприємства становлять товарно-матеріальні цінності (запаси), які повністю використовують протягом одного виробничого циклу. Вартість використаних оборотних активів переносять на вартість виготовленої продукції, а самі активи постійно поновлюють для забезпечення неперервності виробничого процесу.

Певна частина оборотних активів підприємства постійно перебуває у грошовій формі. Вона призначена для розрахунків з постачальниками, працівниками підприємства, бюджетом, виконання зобов'язань перед кредиторами, засновниками, банківськими установами й іншими економічними суб'єктами.

Кошти, інвестовані в оборотні активи підприємства, називають оборотним капіталом. Важливими характеристиками стану оборотних коштів на підприємстві є чистий оборотний капітал, який визначають як різницю між оборотними активами та поточними зобов'язаннями, а також власний оборотний капітал, який об'єднує оборотні активи, придбані за власні кошти.

Структуру активів підприємства визначають галузеві особливості його діяльності, специфіка постачання та збуту, фінансова політика, яку проводять держава та кожне підприємство зокрема, інші чинники.

Одним з найважливіших завдань на підприємстві є управління операційними активами. Операційні активи – це сукупність майнових цінностей, які безпосередньо використовують у виробничій діяльності суб'єкта господарювання, ці активи мають пріоритетне значення у його сукупних активах. Структуру операційних активів суб'єкта господарювання показано на рис. 7.1 [16, с. 111].

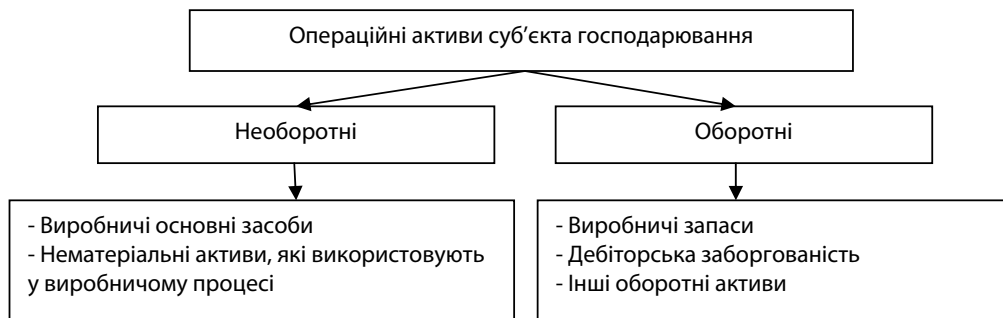


Рис. 7.1. Елементи операційних активів суб'єкта господарювання

Управління операційними активами (як і вся система фінансового менеджменту) спрямоване на зростання ринкової вартості підприємства. У процесі досягнення цієї мети необхідно вирішувати низку завдань [1, 7, 15]:

- 1) формування достатнього обсягу і необхідного складу активів, що забезпечують визначені обсяги та темпи розвитку операційної діяльності. Це

- реалізують визначенням потреби в активах, оптимізацією співвідношення їхніх окремих видів і залученням найефективніших з позицій рівня продуктивності та потенційної прибутковості;
- 2) максимізація прибутковості (рентабельності) використання активів за визначеного рівня комерційного ризику, що передбачає оптимізацію напрямів операційної діяльності;
 - 3) мінімізація рівня комерційного ризику використання активів за визначеного рівня їхньої прибутковості (рентабельності), якої досягають диверсифікацією операцій, уникненням окремих видів ризику, запровадженням внутрішнього і зовнішнього страхування;
 - 4) забезпечення стійкої платоспроможності підприємства завдяки підтриманню достатнього рівня ліквідності активів. Таке завдання вирішують за допомогою управління залишками грошових активів та їхніх еквівалентів. Платоспроможність забезпечує високий рівень ліквідності готової продукції, дебіторської заборгованості, короткотермінових фінансових вкладень;
 - 5) оптимізація обороту активів, якої досягають ефективним управлінням грошовими і матеріальними потоками активів, забезпеченням синхронності формування окремих видів активів, пов'язаних з операційною діяльністю, мінімізацією сукупних витрат на організацію обороту активів у всіх їхніх формах.

7.2. Методи оцінювання вартості активів у господарській діяльності

У практиці фінансового менеджменту формування та використання активів передбачає їхню відповідну оцінку. Це пов'язано практично з усіма випадками організації руху активів та проведення відповідних розрахунків. У разі заснування підприємства або його ліквідації, під час операцій купівлі–продажу, реорганізації підприємства та безлічі інших розрахункових операцій, визначення реальної вартості майна стає об'єктивно необхідним для всіх учасників економічного процесу. Реальну вартість активів потрібно визначати в таких випадках:

- під час купівлі–продажу активів;
- ухвалення рішень про надання іпотечних кредитів;
- відшкодування збитків страхувальником майна;
- оподаткування угод з нерухомістю;
- реорганізації (злиття, приєднання, поділу, виділення тощо) підприємств;
- лізингових операціях;
- визначення кредитоспроможності та вартості застави за умови кредитування позичальника;
- визначення майбутньої вартості активів у разі реалізації інвестиційних проектів тощо.

Це потребує, з огляду на особливості самих активів та їхнє використання, застосування різних підходів до оцінювання їхньої вартості як загалом по підприємству, так і в розрізі окремих видів активів.

Оцінювання передбачає наявність об'єкта та суб'єкта оцінки. Об'єктом оцінювання є рухоме і нерухоме майно підприємства у сукупності з правами, якими наділений його власник. Суб'єктами оцінювальної діяльності є [4]:

- суб'єкти господарювання, які зареєстровані в обумовленому законодавством порядку фізичні особи-суб'єкти підприємницької діяльності, а також юридичні особи незалежно від їхньої організаційно-правової форми та форми власності, у складі яких є хоча б один працівник із сертифікатом оцінювальної діяльності;
- органи державної влади та органи місцевого самоврядування, що отримали повноваження на ведення оцінювальної діяльності та в складі яких працюють оцінювачі.

В оцінюванні активів повинні бути враховані [4]:

- організаційно-правова форма підприємства;
- стан ринку постачання матеріально-технічних ресурсів;
- стан ринку збуту продукції (товарів, робіт, послуг);
- економіко-правові умови господарської діяльності (ліцензування, квотування, ціноутворення, наявність державної підтримки, система оподаткування, антимонопольні та економічні вимоги тощо);
- фінансовий стан підприємства на дату проведення оцінювання та за попередній період;
- прогноз виробничої та інших видів діяльності, потреби в інвестиціях і джерела їхнього фінансування;
- структура активів та їхня спроможність генерувати прибуток;
- ступінь фізичного і морального зношення окремих видів активів;
- ефективність віддачі нематеріальних активів та низка інших чинників.

Особливістю процесу оцінювання вартості майна підприємства є його багатосторонній характер, оскільки потрібно враховувати не тільки витрати на створення чи придбання об'єкта. У ході оцінювання особливо важливо брати до уваги сукупність ринкових чинників, зокрема, чинники часу і ризику, ринкову кон'юнктуру, рівень конкуренції, особливості оцінюваного об'єкта тощо.

Сукупність активів підприємства як цілісного майнового комплексу потребує дещо інших підходів до оцінки їхньої вартості порівняно з оцінкою окремих об'єктів або видів активів. Наприклад, необхідно враховувати витрати праці на формування такого цілісного майнового комплексу, оптимальність пропорцій сформованої структури його активів і їхню спроможність генерувати прибуток, ступінь фізичного та морального зношення окремих видів активів, ефективність віддачі нематеріальних активів тощо.

Оцінка майна та майнових прав – це процес визначення їхньої вартості на дату оцінки за процедурою, передбаченою нормативно-правовими актами з оцінки майна, вона є наслідком практичної діяльності суб'єкта оцінювальної діяльності.

В Україні оцінку майна (активів) регулюють Закон України "Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні" [4] та інші нормативно-правові акти з оцінки майна, якими є відповідні положення (національні стандарти), методики з оцінки майна, затверджені Кабінетом Міністрів України [10, 12–14].

Оцінку майна проводять на підставі договору між суб'єктом оцінювальної діяльності та суб'єктом господарювання – замовником оцінки або на підставі ухвали суду про призначення експертизи щодо оцінки майна. Органи державної влади та органи місцевого самоврядування проводять відповідну оцінку самостійно на підставі наказу керівника.

Майно оцінюють у випадках, передбачених законодавством України, міжнародними угодами, на підставі договору, а також на вимогу однієї зі сторін угоди та за згодою сторін.

Згідно з Національним стандартом № 3 "Оцінка цілісних майнових комплексів", для проведення оцінки цілісного майнового комплексу використовують такі головні методичні підходи: майновий, дохідний, порівняльний [13].

Майновий підхід застосовують для визначення ринкової вартості цілісного майнового комплексу у разі, коли саме зазначений підхід відображає типову логіку потенційних покупців, яка ґрунтується на усталеній практиці, зокрема, під час оцінки цілісного майнового комплексу, ринкову вартість якого визначають поточною вартістю ймовірного результату ліквідації зазначеного майнового комплексу [3].

Головним методом майнового підходу до оцінки цілісного майнового комплексу є метод нагромадження активів. Оцінювачі можуть застосовувати метод поточної вартості ймовірного результату ліквідації цілісного майнового комплексу, а також інші методи майнового підходу, доцільність яких у конкретній ситуації необхідно обґрунтувати.

Метод нагромадження активів полягає у визначенні чистої вартості активів цілісного майнового комплексу. Чисту вартість активів цілісного майнового комплексу знаходять як різницю між вартістю активів та вартістю його зобов'язань, визначених на дату оцінки відповідно до вимог стандарту [13].

Дохідний підхід до оцінювання цілісного майнового комплексу ґрунтується на застосуванні оцінювальних процедур переведення очікуваних доходів (чистих грошових потоків або дивідендів) у вартість цілісного майнового комплексу. Оцінку цілісного майнового комплексу проводять з урахуванням поточного фінансового стану підприємства (цілісний майновий комплекс якого оцінюють), та прогнозних показників діяльності такого майнового комплексу. Головним методом дохідного підходу, який застосовують для оцінювання цілісних майнових комплексів, є метод дисконтування грошового потоку.

У порівняльному підході до оцінки цілісних майнових комплексів використовують метод ринку капіталу та метод ринкових угод.

Загальним для методів порівняльного підходу є етап формування переліку подібних цілісних майнових комплексів, які використовуватимуть як об'єкти порівняння, та збирання інформації про них. Перелік подібних цілісних майнових комплексів формують з урахуванням таких критеріїв, як належність цілісного майнового комплексу (підприємства) певній галузі, його розмір, одно- або багато-продуктовість бізнесу, ринки збуту продукції (товарів, робіт, послуг), структура активів та інвестованого капіталу, місцезнаходження й інших вагомих критеріїв [13].

До майна, яке включають у сукупну вартість цілісного майнового комплексу, належать:

- необоротні активи (основні засоби, нематеріальні активи, незавершене будівництво, довгострокові фінансові інвестиції, довгострокова дебіторська заборгованість, відстрочені податкові активи, інші необоротні активи);
- оборотні активи (запаси, векселі одержані, дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги, дебіторська заборгованість за розрахунками й інша поточна дебіторська заборгованість, поточні фінансові інвестиції, гроші та їхні еквіваленти, витрати майбутніх періодів, інші оборотні активи).

Об'єкти фінансового лізингу, які обліковують на балансі державного підприємства (лізингодержувача), у сукупну вартість цілісного майнового комплексу не включають [14].

Чисту вартість (ЧВ) цілісного майнового комплексу підприємства визначають за формулою

$$\text{ЧВ} = (\text{НА} + \text{ОА}) - (\text{ДЗ} + \text{ПЗ}), \quad (7.1)$$

де НА – вартість необоротних активів; ОА – вартість оборотних активів; ДЗ – вартість довготермінових зобов'язань; ПЗ – вартість поточних зобов'язань [14].

На практиці використовують різні методи оцінки вартості активів: балансової оцінки, оцінювання вартості заміщення, оцінювання ринкової вартості, оцінювання майбутнього грошового потоку, оцінювання на підставі регресивного моделювання, експертний метод та ін. Кожний з них має свої різновиди (табл. 7.2).

Огляд методів оцінки сукупної вартості активів підприємства як цілісного майнового комплексу засвідчує, що жодний із них не є ідеальним, оскільки вони мають як переваги, так і недоліки. На практиці, зазвичай, використовують не один, а декілька методів, що дає змогу визначити діапазон цієї вартості в мінімальній і максимальній межах та найбільше наблизитися до її реального значення.

Таблиця 7.2

Методи оцінки вартості активів

Різновид методу	Формула або процес розрахунку	Коментар
1	2	3
<i>I. Метод балансової оцінки сукупної вартості активів</i>		
Розрахунок фактичної вартості чистих активів	$ЧА = ОЗ + НМА + НКВ + ВУ + З \pm (ФА - ФЗ), \quad (7.2)$ <p>де ОЗ – вартість основних засобів; НМА – залишкова вартість нематеріальних активів; НКВ – вартість незавершених капітальних вкладень; ВУ – вартість устаткування, призначеного для монтажу; З – запаси; ФА – фінансові активи; ФЗ – фінансові зобов'язання</p>	Метод дає змогу розрахувати вартість чистих активів, сформованих лише з власного капіталу підприємства
Розрахунок вартості активів за поновлювальною вартістю	$Чав = ЧА \pm ПА, \quad (7.3)$ <p>де ЧА – фактично відображена вартість чистих активів; ПА – результати переоцінки окремих активів з урахуванням індексу інфляції</p>	Метод передбачає, що фактично відображена в балансі вартість активів повинна бути скоригована з урахуванням зміни індексу цін на момент оцінювання
Розрахунок вартості продуктивних активів	$Чпа = А \pm ПА - А_n + А_0 - ФЗ, \quad (7.4)$ <p>де А – загальна вартість активів підприємства за балансовою оцінкою; ПА – результати переоцінки окремих активів з урахуванням індексу інфляції; А_n – реальна вартість непродуктивних активів підприємства, відображених у його балансі; А₀ – реальна вартість орендованих активів, які відображені на позабалансових рахунках підприємства; ФЗ – фінансові зобов'язання</p>	Оцінка за вартістю продуктивних активів дає змогу одержати реальну вартість чистих активів підприємства, які безпосередньо формують результати його фінансово-господарської діяльності. Із загальної вартості активів підприємства з балансу вилучають непродуктивні активи
<i>II. Метод оцінки вартості заміщення ("затратний метод")</i>		
Оцінка вартості фактичного комплексу активів	$\begin{aligned} ПЗА &= (ПЗА_i - ЗнА_i) + ФА, \\ ЧЗА &= ПВЗА - ФЗ, \end{aligned} \quad (7.5)$ <p>де ПЗА – повна вартість заміщення активів підприємства; ЧЗА – вартість заміщення чистих активів підприємства; ПЗА_i – повна вартість заміщення i-го виду активу; ЗнА_i – зношення i-го активу; ФА – вартість усіх фінансових активів підприємства, що не підлягає переоцінці; ФЗ – сума фінансових зобов'язань підприємства</p>	Оцінка активів за фактичним комплексом активів дає змогу врахувати не тільки аналогічну вартість окремих елементів активів підприємства, а й реальну суму їхнього зношення

Продовження табл. 7.2

1	2	3
Оцінка вартості заміщення активів з урахуванням гудвіла	$\begin{aligned} \text{ПЗАг} &= \text{ПЗА} + \Gamma, \\ \text{ЧЗАг} &= \text{ЧЗА} + \Gamma, \end{aligned} \quad (7.6)$ <p>де ПЗАг/ЧЗАг – повна вартість заміщення активів / вартість заміщення чистих активів підприємства з урахуванням гудвіла; ПЗА – повна вартість заміщення активів підприємства; ЧЗА – вартість заміщення чистих активів підприємства; Γ – сума гудвіла, розрахована щодо цього підприємства</p>	Під час продажу суб'єкта господарювання гудвіл є різницею між ринковою і балансовою вартістю підприємства або вартістю заміщення чистих активів
а) оцінка гудвіла на підставі середньогалузевої суми прибутку	$\Gamma = \text{ЧП} - (\text{А} \times \text{НРА}), \quad (7.7)$ <p>де ЧП – середньорічна сума чистого прибутку підприємства (прибуток після оподаткування); А – середньорічна вартість активів підприємства; НРА – середньогалузева норма рентабельності активів</p>	У цьому випадку гудвіл характеризують як надприбуток підприємства, виражений сумою синергетичних ефектів щодо середньої норми прибутку, який генерують активи
б) оцінка гудвіла на підставі обсягу реалізації продукції	$\Gamma = \text{ЧП} - (\text{ОР} \times \text{Мп/п}), \quad (7.8)$ <p>де ОР – середньорічний обсяг реалізації продукції підприємства; Мп/п – мультиплікатор, прибуток / обсяг продажу, або середньогалузевий коефіцієнт рентабельності реалізації продукції</p>	У цьому випадку основою оцінки слугує так званий мультиплікатор – коефіцієнт, який розраховують діленням прибутку на обсяги продажу (характеризує питому вагу суми чистого прибутку в обсязі реалізації продукції)
<i>III. Метод оцінки ринкової вартості цілісного майнового комплексу</i>		
Оцінка активів акціонерних товариств, акції яких котируються на фондових біржах	$\text{ЧАр} = \text{Кас} \times (\text{АЕ} - \text{АВ}), \quad (7.9)$ <p>де ЧАр – ринкова вартість чистих активів АТ; Кас – середній рівень котирування акцій підприємства, що є в обігу на фондовому ринку; АЕ – кількість емітованих акцій; АВ – кількість акцій, викуплених підприємством</p>	Метод ґрунтується на ринкових індикаторах цін купівлі-продажу аналогічної сукупності активів підприємств. Оцінку за вартістю, що котирується, можна робити на акціонерних товариствах, чії акції вільно обертаються на фондовому ринку. Основою такої оцінки є фактичне котирування (середня ринкова вартість) однієї акції
Оцінка за аналогічною ринковою вартістю	У разі використання цього методу вивчають ціни купівлі-продажу аналогічних цілісних майнових комплексів. Підприємство-аналог підбирають для оцінювання з урахуванням його галузевої належності, регіону розміщення, розміру і структури активів, стадії життєвого циклу і низки інших чинників. Оцінка вартості цим методом передбачає, що цілісні майнові комплекси мають для покупців однакову споживчу вартість	

Закінчення табл. 7.2

1	2
<i>IV. Метод оцінки активів на підставі регресивного моделювання</i>	
Оцінка на підставі внутрішніх чинників	Метод передбачає прогнозування вартості цілісного майнового комплексу на підставі багатofакторних моделей регресії, у яких чинниками є параметри майбутньої господарської діяльності (прогнозований обсяг реалізації продукції, вартість чистих активів, коефіцієнт рентабельності реалізації продукції, коефіцієнт рентабельності власного капіталу тощо)
Оцінка з урахуванням зовнішніх чинників	У разі застосування цього методу оцінки активів до регресивної моделі вводять як внутрішні, так і зовнішні чинники, пов'язані з прогнозованою зміною кон'юнктури товарного і фінансового ринку, очікуваною зміною форм державного регулювання господарської діяльності підприємства, характером майбутньої зміни окремих макроекономічних показників тощо
<i>V. Експертний метод</i>	
Метод використовують для визначення вартості цілісного майнового комплексу. Необхідність його застосування пов'язана з тим, що така оцінка з огляду на різноманітність чинників і умов, які визначають її кінцевий результат, не може цілком ґрунтуватися лише на кількісних методах, розглянутих вище. Тому таку оцінку часто доручають незалежним експертам-оцінювачам майна, що поряд з кількісними методами використовують якісні параметри конкурентної, технологічної, фінансової, кадрової й іншої діагностики діяльності підприємства	

Складено на підставі [1, 6, 7, 15].

7.3. Політика фінансування і формування структури оборотних активів

Управління оборотними активами на підприємстві є найбільшою і однією з найскладніших частин загального управління активами.

Оборотні активи – частина майна підприємства, втілена в товарно-матеріальних запасах, незавершених розрахунках, залишках грошових коштів, фінансових вкладеннях тощо.

Їхнє використання пов'язане з забезпеченням господарського (виробничого) процесу протягом одного виробничого циклу. У цьому їхня ключова відмінність від необоротних активів. У бухгалтерському обліку до таких активів належать засоби, які споживають або реалізують протягом одного операційного циклу чи протягом року. Оборотними активами підприємства є сировина, матеріали, комплектувальні вироби, паливо, тара, малоцінні та швидкозношувані предмети, готова продукція, цінні папери, грошові кошти тощо. Такі активи, як дебіторська заборгованість, незавершене виробництво, витрати майбутніх періодів, є особливими оборотними активами, які певною мірою відображають недосконалість, незавершеність та неперервність виробничого процесу.

Для оборотних активів підприємства характерні такі *ознаки* [7, 15]:

- 1) вони мають бути заздалегідь вкладені, тобто авансовані до отримання виторгу від реалізації продукції;
- 2) як ліквідні ресурси, повинні постійно поновлюватися в господарському обігу;
- 3) абсолютна потреба в оборотних активах залежить від обсягу господарської діяльності, умов постачання і збуту, податкової системи тощо.

Використовують оборотні активи як у сфері виробництва, так і в сфері обігу. Активи, залучені безпосередньо у виробничому процесі протягом одного операційного циклу, повністю переносять вартість на вартість виробленої продукції (виконаних робіт, наданих послуг) і постійно змінюють початкову форму. Активи, які безпосередньо не застосовують у процесі виробництва, обслуговують кругообіг капіталу підприємства та об'єднують процеси виробництва й реалізації продукції.

Оборотні активи трансформують у грошові кошти протягом одного операційного циклу: грошові кошти авансують у виробничі запаси, у процесі виробництва створюють нову продукцію, товар реалізують (можливо, на умовах комерційного кредиту, що зумовлює появу дебіторської заборгованості), виторг за реалізовану продукцію надходить на поточний рахунок і його авансують у виробництво. Якщо підприємство функціонує ефективно, то процес кругообігу оборотного капіталу забезпечує неперервність виробничого процесу та зростання капіталу підприємства, оскільки в цьому випадку виторг від реалізації продукції перевищуватиме кошти, авансовані у виробництво.

Оборотні активи можна поділити на такі *складові*: запаси, дебіторську заборгованість, грошові кошти, високоліквідні цінні папери та витрати майбутніх періодів.

Запаси – це активи, які утримують на підприємстві для подальшого продажу, або вони перебувають у процесі виробництва з метою виготовлення продукції та її подальшої реалізації. Запаси об'єднують:

- сировину, основні й допоміжні матеріали, комплектуючі вироби та інші матеріальні цінності, призначені для виробництва продукції (виконання робіт, надання послуг), обслуговування виробництва й адміністративних потреб;
- незавершене виробництво у вигляді не завершених обробкою й складанням деталей, вузлів, виробів та не завершених технологічних процесів;
- готову продукцію, виготовлену на підприємстві та призначену для продажу;
- товари у вигляді матеріальних цінностей, які придбані (отримані) та які утримує підприємство з метою подальшого продажу;
- малоцінні та швидкозношувані предмети, які використовують протягом одного року або одного операційного циклу, якщо він триває більше одного року.

Запаси оцінюють за одним із методів, наведених у Додатку III.

У бухгалтерському обліку та звітності запаси відображають за найменшою з двох оцінок: первісною вартістю або чистою вартістю реалізації. За чистою вартістю реалізації їх відображають тоді, коли на дату балансу їхня ціна знизилась або

вони зіпсовані, застаріли чи іншим чином втратили первісно очікувану вартість. Чисту вартість реалізації визначають за кожною одиницею запасів відрахунком з очікуваної ціни продажу очікуваних витрат на завершення виробництва та збут [9].

Дебіторська заборгованість – це заборгованість перед підприємством його постачальників, споживачів продукції, інших юридичних та фізичних осіб, фінансових і податкових органів.

До складу оборотних активів належить тільки поточна дебіторська заборгованість, яка виникає в процесі нормального операційного циклу або буде погашена протягом дванадцяти місяців із дати балансу. Довгострокову дебіторську заборгованість, термін погашення якої більше одного року, включають до складу необоротних активів.

Поточна заборгованість споживачів та постачальників є об'єктивним результатом господарської діяльності підприємства, має регулярний характер і пов'язана із затримками в оплаті поставок, робіт, послуг або з реалізацією продукції на умовах комерційного кредиту. Таку заборгованість визнають активом одночасно з визнанням доходу від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) і включають до підсумку балансу за чистою реалізаційною вартістю.

До заборгованості, яка не пов'язана з реалізацією продукції (робіт та послуг), зачисляють заборгованість за розрахунками з бюджетом, заборгованість із нарахованих доходів, інші види заборгованості.

Дебіторська заборгованість за розрахунками з бюджетом – це заборгованість фінансових і податкових органів перед підприємством, а також переплата за податками, зборами та іншими платежами до бюджету. Дебіторська заборгованість із нарахованих доходів показує суму нарахованих, але не одержаних підприємством дивідендів, відсотків, роялті, інших доходів та винагород, які мають надійти.

Грошові кошти та поточні фінансові інвестиції є найбільш ліквідними оборотними активами підприємства. Грошові кошти – це кошти в національній та іноземній валюті у касі підприємства, на поточних та інших рахунках у банках, які можуть бути використані для поточних операцій: розрахунків із постачальниками, бюджетом та іншими централізованими фондами держави, працівниками, іншими суб'єктами ринку.

Поточні фінансові інвестиції – це інвестиції на термін не більше одного року, які можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент. До таких інвестицій належать вкладення в короткострокові державні цінні папери (облігації, векселі, казначейські зобов'язання), комерційні цінні папери, емітовані іншими суб'єктами ринку, – фінансовими інститутами та корпораціями, банківські депозити тощо. Часто високоліквідні фінансові інвестиції називають еквівалентами грошових коштів, оскільки вони можуть бути швидко перетворені в грошові кошти і забезпечують виконання зобов'язань підприємства перед кредиторами.

Витрати майбутніх періодів – поточні витрати підприємства на виробництво продукції в майбутньому. Це головно витрати на підготовку майбутнього виробництва.

У процесі ведення підприємством фінансово-господарської діяльності обсяги наявних коштів постійно змінюються. У цьому разі якщо підприємство функціонує в умовах розвинутого фінансового ринку, то воно має змогу підвищити ефективність управління вільними коштами, вкладаючи частину з них у ліквідні цінні папери. Це дає змогу в будь-який момент виконати зобов'язання перед кредиторами і водночас отримати стабільний, хоча й невисокий дохід.

У ході управління оборотними активами важливо враховувати їхні особливості (переваги та недоліки) порівняно з необоротними активами.

До основних *переваг* належать: можливість швидкої зміни форми оборотних активів, вища ліквідність, перебування частини оборотних активів у вигляді готових засобів платежу, можливість скорочення загальної потреби завдяки збільшенню швидкості обігу [1, 2, 6].

Недоліками оборотних активів можна вважати можливе інфляційне знецінення вільних грошових коштів, додаткові витрати на придбання, витрати на утримання оборотних активів, вищий рівень фінансових ризиків (спеціалізація запасів, особливо комплектувальних виробів).

Управління оборотними активами підприємства пов'язане з особливостями формування його операційного циклу. *Операційний цикл* – період повного обороту всієї суми оборотних активів, у процесі якого відбувається зміна їхніх окремих видів. Він характеризує проміжок часу між придбанням виробничих запасів і отриманням грошових коштів від реалізації продукції (рис. 7.2).

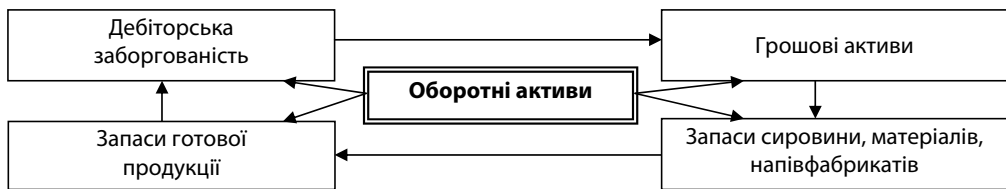


Рис. 7.2. Рух оборотних активів протягом операційного циклу

Важливою характеристикою операційного циклу є його тривалість. Вона охоплює період від моменту вкладення підприємством грошових коштів на придбання вхідних запасів матеріальних оборотних активів до надходження коштів від дебіторів за реалізовану їм продукцію.

Тривалість операційного циклу обчислюють за формулою

$$T_{\text{оц}} = T_{\text{о см}} + T_{\text{о гп}} + T_{\text{о дз}}, \quad (7.10)$$

де $T_{\text{о см}}$ – тривалість обороту запасів сировини, матеріалів та інших матеріальних факторів виробництва у складі оборотних активів, дні; $T_{\text{о гп}}$ – тривалість обороту

запасів готової продукції, дні; $TO_{дз}$ – тривалість інкасації поточної дебіторської заборгованості, дні.

У процесі управління оборотними активами в межах операційного циклу виділяють дві його складові: виробничий цикл і фінансовий цикл.

Виробничий цикл підприємства характеризує період повного обороту матеріальних елементів оборотних активів, починаючи з надходження сировини, матеріалів і напівфабрикатів та закінчуючи моментом відвантаження виготовленої з них готової продукції покупцям.

Тривалість виробничого циклу $T_{вц}$ визначають за формулою

$$T_{вц} = TO_{см} + TO_{нв} + TO_{гп} \quad (7.11)$$

де $TO_{нв}$ – тривалість обороту середнього обсягу незавершеного виробництва, дні.

Фінансовий цикл (цикл грошового обороту) підприємства – період між початком оплати постачальникам за отриману від них сировину, матеріали (погашенням кредиторської заборгованості) і початком надходження грошових коштів від покупців за продукцію (погашення дебіторської заборгованості).

Тривалість фінансового циклу $T_{фц}$ обчислюють так:

$$T_{фц} = T_{вц} + TO_{дз} + TO_{кз} \quad (7.12)$$

де $TO_{кз}$ – середня тривалість обороту поточної кредиторської заборгованості.

Процес управління оборотними активами охоплює етапи, показані на рис. 7.3.

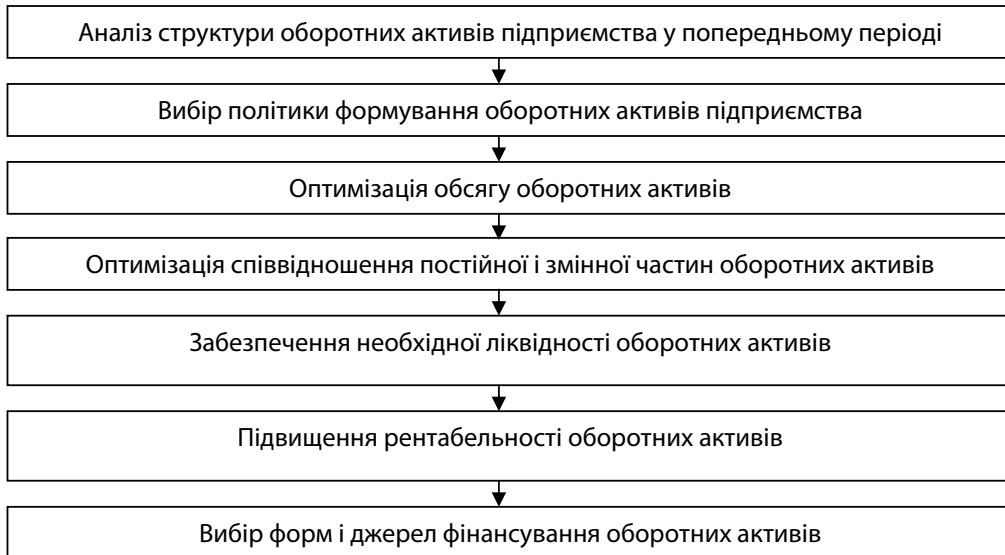


Рис. 7.3. Процес управління оборотними активами підприємства

У процесі аналізу структури оборотних активів у минулому періоді розглядають динаміку загального обсягу оборотних активів підприємства, темпи зміни середньої їхньої суми в зіставленні з темпами зміни обсягу реалізації продукції, оцінюють динаміку питомої ваги оборотних активів у загальній сумі активів підприємства, динаміку складу оборотних активів підприємства в розрізі основних їхніх видів: запасів сировини, матеріалів і напівфабрикатів; запасів готової продукції, дебіторської заборгованості, залишків грошових коштів.

Вибір політики формування оборотних активів підприємства відображає загальну стратегію фінансового управління підприємством із позицій прийнятного співвідношення рівня рентабельності та ризику фінансової діяльності.

Напрямок оптимізації обсягу оборотних активів залежить від обраного підходу до їхнього формування. Оптимізація обсягу оборотних активів спрямована на забезпечення визначеного співвідношення ефективності їхнього використання і ризику та першочергово передбачає реалізацію заходів, спрямованих на скорочення тривалості операційного циклу підприємства. Водночас зменшення тривалості окремих циклів (фінансового, виробничого) не повинно призводити до зниження обсягів виробництва та реалізації продукції.

Оптимізація співвідношення постійної та змінної частин оборотних активів зорієнтована на врахування сезонних особливостей виробництва. Коливання в розмірах потреби в окремих видах оборотних активів можуть бути викликані й сезонними особливостями попиту на продукцію підприємства.

Наступний етап управління оборотними активами передбачає забезпечення необхідної їхньої ліквідності. Загальний рівень ліквідності повинен забезпечувати необхідний рівень платоспроможності підприємства за поточними фінансовими зобов'язаннями. З цією метою з урахуванням обсягу й графіка майбутнього платіжного обороту повинна бути визначена частина оборотних активів у формі грошових коштів, високо- і середньоліквідних активів.

Оборотні активи повинні приносити визначений прибуток у разі їхнього використання у виробничо-збутовій діяльності підприємства. Водночас окремі види оборотних активів можуть забезпечувати підприємству прямий прибуток у процесі фінансової діяльності у формі відсотків і дивідендів. Тому складовою частиною політики управління оборотними активами є забезпечення своєчасного використання тимчасово вільного залишку грошових активів для формування ефективного портфеля короткострокових фінансових вкладень.

У процесі розроблення політики управління оборотними активами формуються підходи до вибору конкретної структури джерел фінансування їхнього приросту з урахуванням тривалості окремих стадій фінансового циклу й оцінки вартості залучення фінансового капіталу.

Реалізація окремих етапів управління передбачає визначення (розрахунок) показників стану оборотних активів, наведених у Додатку IV.

Для ефективного функціонування в ринковому середовищі кожне підприємство зобов'язане забезпечувати ефективне використання і прискорення оборотності оборотних коштів, підтримувати на достатньому рівні платоспроможність та ліквідність балансу.

За цих умов суб'єкту господарювання необхідно розробляти політику комплексного оперативного управління оборотними активами, яка полягає у такому [11, 15]:

- виборі оптимального рівня і раціональної структури оборотних активів з урахуванням специфіки діяльності підприємства;
- визначенні розміру і структури джерел фінансування оборотних активів.

Розрізняють три типи політики комплексного оперативного управління оборотними активами: агресивну, консервативну і помірковану.

Агресивна політика в управлінні оборотними активами має такі ознаки:

- суб'єкт господарювання проводить фінансово-господарську діяльність без обмеження збільшення обсягу оборотних активів;
- підприємство нагромаджує запаси сировини, матеріалів і готової продукції у понаднормативних обсягах, збільшує дебіторську заборгованість і вільні залишки коштів на рахунках у банках.

Агресивній політиці управління короткостроковими пасивами підприємства відповідає значна питома вага (понад 50 %) короткострокових кредитів і позик у загальній сумі джерел коштів. Така політика не забезпечує, зазвичай, високої рентабельності активів, а несприятливі зовнішні умови на товарному ринку можуть спричинити зниження фінансової стійкості і втрату платоспроможності.

Ознаками консервативної політики управління оборотними активами характерними є те, що підприємство стримує зростання поточних активів і прагне їх мінімізувати. У цій ситуації питома вага оборотних активів у загальному обсязі майна становить до 40 %, скорочується період їхньої оборотності. Таку політику підприємство проводить за умов достатньої визначеності. Тобто заздалегідь відомі умови й обсяги продажів, терміни надходження коштів і платежів, є необхідні товарно-матеріальні запаси, а терміни їхнього постачання наперед визначено.

Консервативну політику управління оборотними активами проводять за умов стабільної фінансово-господарської діяльності підприємства для забезпечення високої рентабельності активів. Проте через непередбачені тенденції зміни кон'юнктури на товарному і фінансовому ринках можуть виникати ризики неплатоспроможності. Ця політика передбачає відсутність або низьку питому вагу короткострокових кредитів і позик у валюті балансу. У такому випадку необоротні та оборотні активи покривають тільки власним капіталом і довгостроковими зобов'язаннями.

Поміркована політика управління оборотними активами підприємства є проміжною. Для неї характерний середній рівень рентабельності й оборотності активів.

Зазначимо, що у разі консервативної політики управління оборотними активами їй може відповідати поміркований або консервативний тип політики управління короткостроковими зобов'язаннями. Поміркованій політиці управління оборотними активами може відповідати будь-який тип управління короткостроковими зобов'язаннями. У разі проведення агресивної політики управління оборотними активами можна використовувати агресивний або поміркований тип управління короткостроковими зобов'язаннями.

Отже, вибір відповідних джерел фінансування для проведення політики управління оборотними активами підприємства визначає у підсумку співвідношення параметрів ефективності використання оборотного капіталу і рівня ризику, що впливає на його фінансову стійкість та платоспроможність.

7.4. Управління відновленням необоротних активів

Матеріально-технічною базою виробничого процесу на будь-якому підприємстві є основні виробничі засоби. Початкове формування основних засобів, їхнє використання у процесі виробництва та подальше відтворення відбуваються внаслідок обігу фінансових ресурсів, які зосереджені у фондах цільового призначення. В активі балансу (Форма № 1) основні засоби представлені у складі необоротних активів.

Необоротні активи – частина майна підприємства, яку багаторазово використовують у процесі господарської діяльності і переносять вартість на вартість виготовленої продукції нарахуванням амортизації.

Необоротні активи є найменш мобільною, проте важливою частиною майна підприємства.

Головними *перевагами* необоротних активів (порівняно з оборотними) є такі [1, 3, 7]:

- менший ризик впливу інфляційних процесів;
- тривалий період експлуатації;
- здатність давати прибуток у разі нестабільної господарської діяльності;
- можливості збільшення інтенсивності використання у виробничому процесі.

Недоліки використання необоротних активів такі:

- неможливість швидкої зміни структури;
- низький рівень маневреності;
- низький рівень ліквідності і, як наслідок, неспроможність забезпечити потік платежів за погіршення платоспроможності підприємства.

До необоротних активів належать: нематеріальні активи, незавершені капітальні інвестиції, основні засоби, інвестиційна нерухомість, довгострокові

біологічні активи, довгострокові фінансові інвестиції, інші фінансові інвестиції, довгострокова дебіторська заборгованість, відстрочені податкові активи, інші необоротні активи [8].

Довгострокові необоротні активи передусім поділяють на матеріальні та нематеріальні. Головними ознаками матеріальних активів є їхнє фізичне втілення (будинки, споруди, обладнання), використання безпосередньо в господарській діяльності, здатність приносити вигоду підприємству упродовж кількох облікових періодів. Нематеріальні активи від матеріальних відрізняються лише першою з названих ознак, вони не пов'язані з фізичними предметами. Вартість нематеріальних активів визначається наявністю у підприємства певних прав, використання яких дає змогу отримати вигоду від господарської діяльності.

Нематеріальні активи – немонетарні активи, які не мають матеріальної форми та можуть бути ідентифіковані [8]. Нематеріальні активи – це частина активів підприємства, здатна приносити економічну вигоду протягом тривалого часу, для якої характерні відсутність матеріальної форми та невизначеність розмірів майбутніх прибутків від її використання. Поняття “нематеріальні активи” використовують для характеристики сукупності об'єктів інтелектуальної власності, до яких входять об'єкти промислової власності, об'єкти, які охороняються авторським правом і суміжними правами, інші (нетрадиційні) об'єкти інтелектуальної власності. Основними шляхами отримання нематеріальних активів суб'єктами господарювання може бути створення підприємством самостійно, купівля, обмін, отримання безкоштовно, внаслідок злиття та поглинання компаній чи як внеску власників підприємства до статутного фонду.

Залежно від можливого очікуваного строку використання нематеріальних активів формують політику їхньої амортизації. Питання про терміни використання нематеріальних активів у господарському процесі – одне з найбільш важливих та складних у процесі управління їхнім ефективним використанням. При визначенні строку корисного використання об'єкта нематеріальних активів слід урахувати: строки корисного використання подібних активів; передбачене моральне зношення; правові або інші обмеження щодо строків його використання; очікуваний спосіб використання нематеріального активу підприємством; залежність строку корисного використання нематеріального активу від строку корисного використання інших активів підприємства. Оновлення нематеріальних активів здійснюють найчастіше шляхом заміни на новіші аналоги.

Незавершені капітальні інвестиції – це капітальні інвестиції суб'єкта господарювання в будівництво, виготовлення, реконструкцію, модернізацію (інші поліпшення, що збільшують первісну вартість), придбання об'єктів необоротних матеріальних активів (у тому числі необоротних матеріальних активів, призначених для заміни діючих, і устаткування для монтажу), введення яких в експлуатацію підприємством на дату балансу не відбулося.

Основні засоби суб'єкта господарювання – це матеріальні активи, які підприємство утримує з метою використання їх у процесі виробництва або постачання товарів, надання послуг, передачі в оренду іншим особам або для здійснення адміністративних і соціально-культурних функцій, очікуваний строк корисного використання (експлуатації) яких більше одного року (або операційного циклу, якщо він довший за рік). Основні засоби функціонують у натуральній формі протягом тривалого часу як у сфері матеріального виробництва, так і в невиробничій сфері, їхня вартість поступово зменшується у зв'язку з фізичним та моральним зношенням. Зношення основних засобів – це сума амортизації об'єкта основних засобів з початку його корисного використання.

Ще одним елементом необоротних активів є інвестиційна нерухомість. Під інвестиційною нерухомістю розуміють власні або орендовані на умовах фінансової оренди земельні ділянки, будівлі, споруди, які розташовані на землі, утримувані з метою отримання орендних платежів та / або збільшення власного капіталу, а не для виробництва та постачання товарів, надання послуг, адміністративної мети або продажу в процесі звичайної діяльності.

Під довгостроковими фінансовими інвестиціями розуміються фінансові інвестиції на період понад один рік, а також усі інші інвестиції, котрі не можуть бути вільно реалізовані у будь-який момент. Довгостроковими інвестиціями можуть бути також і вкладення, які спочатку планувалося здійснювати на термін менше одного року у разі, якщо, виходячи із ситуації на ринку, підприємство не може реалізувати їх протягом року (низьколіквідні або неліквідні активи).

У довгострокові фінансові інвестиції можуть здійснюватися вкладення підприємства з метою одержання прибутку, отримання контролю над іншими суб'єктами господарювання, створення інтегрованих корпоративних структур, диверсифікації діяльності тощо. Зауважимо, що через інструментарій довгострокових фінансових інвестицій можна опосередковано здійснювати реальні інвестиції. Наприклад, замість вкладання коштів у придбання основних засобів для розвитку нового виробництва можна придбати контрольний пакет корпоративних прав підприємства, яке володіє відповідними необоротними активами.

Об'єктами довгострокового фінансового інвестування можуть бути: акції, облігації, ощадні та інвестиційні сертифікати, векселі, облігації державних та місцевих позик, вкладення в статутний капітал інших підприємств, створених на території країни та за кордоном.

До складу довгострокових фінансових інвестицій, що обліковуються за методом участі в капіталі, належать: фінансові інвестиції в асоційовані та дочірні підприємства, а також фінансові інвестиції у спільну діяльність із створенням юридичної особи (спільного підприємства).

Довгострокова дебіторська заборгованість – сума дебіторської заборгованості, яка не виникає в ході нормального операційного циклу та буде погашена після дванадцяти місяців з дати балансу.

Під відстроченими податковими активами розуміють суму податку на прибуток, що підлягає відшкодуванню у наступних періодах унаслідок: тимчасової податкової різниці, що підлягає відрахуванню; перенесення податкового збитку, не включеного до розрахунку зменшення податку на прибуток у звітному періоді; перенесення на майбутні періоди податкових пільг, якими скористатися у звітному періоді неможливо [8].

Як уже зазначено, за характером участі у господарській діяльності активи класифікують на операційні та інвестиційні. До операційних необоротних активів, які безпосередньо використовують у господарській діяльності для отримання операційного прибутку, належать виробничі необоротні активи та нематеріальні активи, які обслуговують операційний процес. Інвестиційні необоротні активи безпосередньо пов'язані з інвестиційною діяльністю суб'єкта господарювання; до них належать незавершені капітальні інвестиції, довгострокові фінансові інвестиції, довгострокова дебіторська заборгованість, відстрочені податкові активи, нематеріальні активи, які не обслуговують операційного процесу.

Особлива увага менеджменту суб'єкта господарювання має бути зосереджена на управлінні операційними необоротними активами. Стратегію управління операційними необоротними активами головно визначає специфіка їхнього вартісного обороту (рис. 7.4).

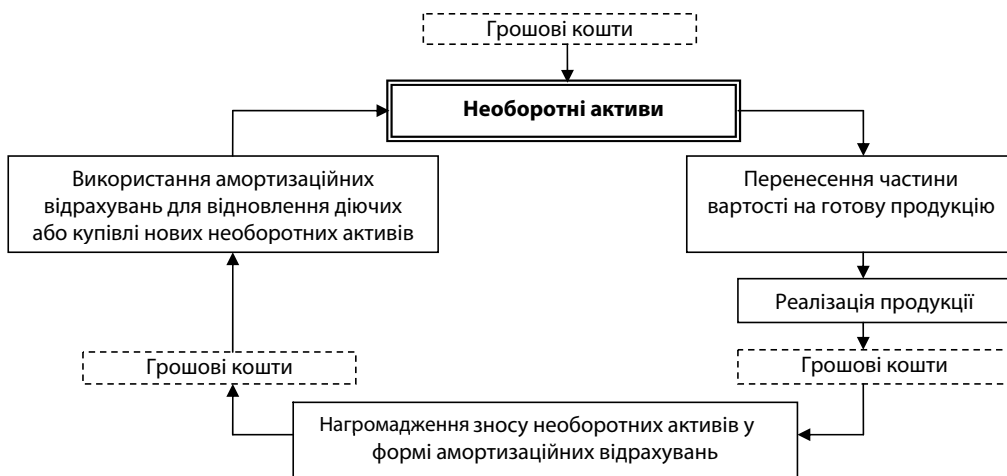


Рис. 7.4. Структура циклу вартісного обороту необоротних активів

Головна мета управління операційними необоротними активами – оптимізація структури, забезпечення своєчасного оновлення й підвищення ефективності

їхнього використання [17, с. 269]. Процес управління необоротними активами показано на рис. 7.5.

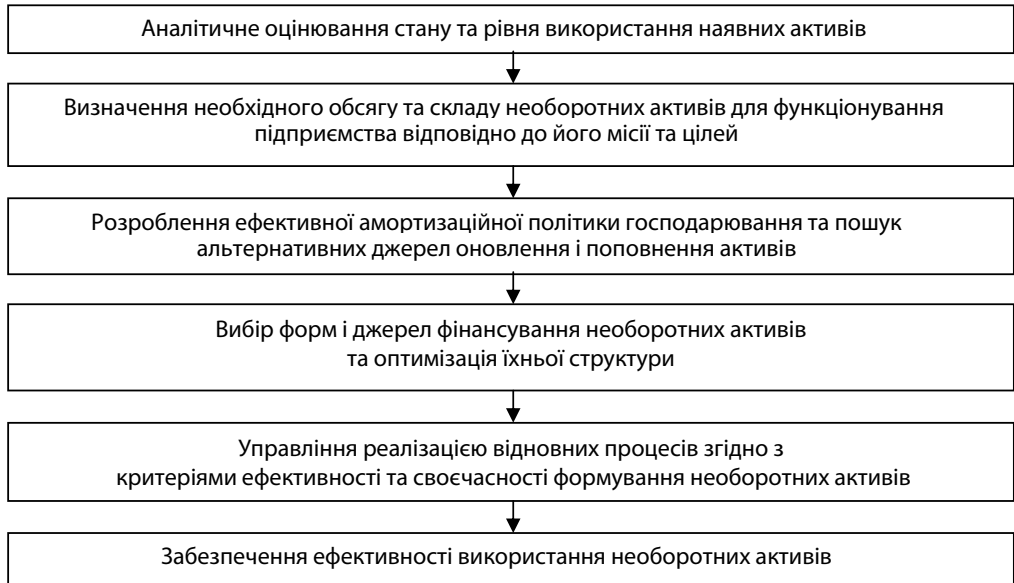


Рис. 7.5. Процес управління необоротними активами підприємства

Аналітичне оцінювання стану та рівня використання наявних активів полягає у дослідженні низки взаємопов'язаних показників. Метою аналізу є визначення динаміки обсягу та складу, стану та ефективності використання необоротних активів підприємства. Аналіз динаміки і структури операційних необоротних активів проводять за допомогою вивчення таких загальних показників:

- темпів зростання обсягу необоротних активів;
- співвідношення темпів зростання обсягу необоротних активів і обсягів виробництва та реалізації продукції;
- співвідношення матеріальних і нематеріальних операційних активів та їхня динаміка;
- співвідношення окремих груп матеріальних і нематеріальних операційних активів у динаміці;
- співвідношення активної і пасивної частин основних засобів.

Визначення потрібного обсягу та складу необоротних активів для функціонування підприємства відповідно до його місії та цілей передбачає визначення необхідних обсягів оновлення операційних необоротних активів запровадженням оптимальних термінів експлуатації відповідних їхніх видів і груп та формування

амортизаційної політики. За умов простого відтворення обсяг оновлення необоротних активів практично дорівнює амортизаційним відрахуванням на реновацію, а за розширеного відтворення потребує залучення додаткового фінансування [17, с. 275].

Розроблення ефективної амортизаційної політики господарювання і пошук альтернативних джерел оновлення та поповнення активів є передумовою забезпечення ефективності й безперервності відтворювальних процесів на підприємстві. Суперечність між зацікавленістю суб'єкта господарювання у збільшенні амортизаційного фонду і прискоренні реновації, з одного боку, та необхідність забезпечення приведення витрат у відповідність з ціною продукції, з іншого, узгоджується визначенням оптимального розміру – амортизаційних відрахувань, що дає змогу вчасно оновлювати необоротні активи без надмірного впливу на рівень цін на продукцію підприємства.

Вибір форм і джерел фінансування необоротних активів та оптимізацію їхньої структури проводять з урахуванням таких основних чинників: достатність власних фінансових ресурсів для забезпечення економічного розвитку суб'єкта господарювання, вартість та доступність зовнішнього фінансування, кон'юнктура фінансового ринку, обсяг фінансового левериджу підприємства.

Управління реалізацією відновних процесів згідно з критеріями ефективності та своєчасності формування необоротних активів передбачає врахування впливу податкового регулювання, інноваційної та амортизаційної політики держави, стану фінансового ринку, конкуренції на ринку збуту продукції, стану ринку засобів виробництва. Інтенсивність відновних процесів залежить від амортизаційної, інноваційної та інвестиційної стратегії суб'єкта господарювання, ефективності його менеджменту та кваліфікації працівників.

Забезпечення ефективності використання необоротних активів спрямоване на підтримання належного технічного рівня підприємства, раціональне використання виробничих та фінансових ресурсів, збільшення обсягів виробництва продукції без надмірних додаткових інвестицій, зниження витрат на обслуговування та управління виробництвом.

У процесі оцінки та розроблення напрямів поліпшення використання необоротних активів можна застосовувати низку показників, наведених у Додатку V.

Зазначимо, що у процесі фінансово-господарської діяльності підприємства відбувається зміна його необоротних активів. Ця зміна пов'язана з підвищенням потенціалу підприємства, переходом на нові організаційні і виробничі структури, нові технології виготовлення продукції, удосконаленням системи реалізації та постачання матеріально-технічних ресурсів тощо. Крім того, на зміну необоротних активів впливає зміна зовнішніх чинників, пов'язаних з інвестиційною, грошово-кредитною політикою держави та інших макроекономічних умов.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Пригадайте, що таке активи підприємства. Як їх поділяють?
2. Наведіть класифікаційну структуру активів підприємства за різними ознаками.
3. Перечисліть обов'язкові випадки оцінювання активів підприємства.
4. Охарактеризуйте головні методи оцінювання активів підприємства.
5. Назвіть, якими нормативними актами визначені процедури оцінювання активів підприємства.
6. Розкрийте сутність і структуру оборотних та необоротних активів підприємства.
7. Обґрунтуйте переваги і недоліки необоротних та оборотних активів.
8. Проаналізуйте головні показники у фінансуванні оборотних і необоротних активів підприємства.
9. Назвіть етапи політики управління необоротними активами підприємства.
10. Розкрийте сучасні проблеми управління активами підприємств України.



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

- 1. За характером участі у різних видах діяльності активи поділяють на ...**
 - 1) операційні, інвестиційні;
 - 2) оборотні, необоротні;
 - 3) валові, чисті;
 - 4) власні, позичені.
- 2. За джерелами формування виділяють ...**
 - 1) оборотні, необоротні активи;
 - 2) операційні, інвестиційні активи;
 - 3) валові, чисті активи;
 - 4) внутрішні, зовнішні активи.
- 3. Для оборотних активів підприємства характерно таке ...**
 - 1) вони мають бути авансовані до отримання виторгу від реалізації продукції;
 - 2) активи потрібно постійно поновлювати в господарському обігу;
 - 3) потреба в цих активах залежить від обсягу господарської діяльності підприємства;
 - 4) усе перелічене.
- 4. До оборотних активів підприємства належать ...**
 - 1) виробничі запаси, поточні фінансові інвестиції;
 - 2) незавершені капітальні інвестиції, основні засоби;
 - 3) довгострокові фінансові інвестиції; довгострокова дебіторська заборгованість;
 - 4) усе перелічене.

5. Головними перевагами використання оборотних активів у господарському процесі є ...

- 1) можливе інфляційне знецінення;
- 2) вищий рівень фінансових ризиків;
- 3) можливість швидкого перетворення у грошові кошти;
- 4) здатність давати стабільний прибуток у разі несприятливої господарської діяльності.

6. До недоліків використання оборотних активів у господарському процесі можна зачислити ...

- 1) можливе знецінення грошових коштів;
- 2) додаткові витрати на утримання зайвих оборотних активів;
- 3) вищий рівень фінансових ризиків порівняно з необоротними активами;
- 4) усе перелічене.

7. За формою існування активи поділяють на ...

- 1) матеріальні, нематеріальні, фінансові;
- 2) операційні, інвестиційні;
- 3) оборотні, необоротні;
- 4) власні, орендовані, безоплатно отримані.

8. До необоротних активів підприємства належать ...

- 1) виробничі запаси, незавершене виробництво;
- 2) поточні фінансові інвестиції, поточна дебіторська заборгованість;
- 3) незавершене будівництво, основні засоби;
- 4) грошові кошти в національній та іноземній валюті.

9. Операційний цикл в управлінні оборотними активами підприємства охоплює ...

- 1) період від придбання виробничих запасів до отримання виторгу від реалізації готової продукції;
- 2) період повного обороту оборотних активів з моменту надходження сировини, матеріалів до відвантаження готової продукції;
- 3) період від погашення кредиторської заборгованості до оплати дебіторської заборгованості;
- 4) усе перелічене.

10. Виробничий цикл в управлінні оборотними активами підприємства – це ...

- 1) період між сплатою дебіторської заборгованості та погашенням кредиторської заборгованості;
- 2) період повного обороту оборотних активів з моменту надходження сировини, матеріалів і до відвантаження готової продукції;
- 3) період між оплатою сировини, матеріалів постачальникам і надходженням коштів за продукцію від покупців;
- 4) усе перелічене.



ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ

Задача 1. Вартість основних засобів підприємства в минулому періоді становила 200 тис. грн, нематеріальних активів – 15 тис. грн, у поточному періоді їхня вартість зросла на 15 та 10 % відповідно. Грошові кошти в касі та на рахунках підприємства протягом аналізованого періоду становили 50 тис. грн, вартість портфеля цінних паперів – 10 тис. грн, а незавершеного будівництва та запасів – 20 тис. грн. За результатами переоцінки з огляду на інфляцію вартість запасів та незавершеного будівництва у звітному періоді на ринку зросла до 22 тис. грн. У попередньому періоді заборгованість підприємства з податку на прибуток становила 2 тис. грн, а сума отриманих кредитів – 60 тис. грн. Протягом поточного періоду заплановано скоротити загальну суму фінансових зобов'язань на 15 %. Розрахуйте вартість активів підприємства за поновлюваною вартістю у поточному періоді.

Задача 2. Проаналізуйте динаміку вартості цілісного майнового комплексу підприємства за даними, наведеними в таблиці, та обчисліть вартість цього ж комплексу у плановому періоді, якщо економічна рентабельність підприємства становитиме 25 %, вартість оборотних активів зросте на 5 %, структура активу балансу не зміниться, а сума поточної кредиторської заборгованості зросте на 10 %.

Показник	Період			Відхилення
	$t-1$	t	$t+1$	
Необоротні активи підприємства	150	160		
Оборотні активи підприємства	100	120		
Довгострокові зобов'язання	70	80		
Короткострокові кредити банків	50	55		
Поточна кредиторська заборгованість	40	45		
Валовий прибуток підприємства	50	70	90	

Задача 3. Первісна вартість основних засобів підприємства – 250 тис. грн, а коефіцієнт придатності основних засобів – 0,8. Розрахуйте коефіцієнт зношення основних засобів підприємства.

Задача 4. Розрахуйте тривалість операційного і фінансового циклів підприємства, якщо тривалість обороту дебіторської та кредиторської заборгованості

підприємства становить 18 та 15 днів, відповідно, тривалість обороту запасів та сировини – 17 днів, незавершеного виробництва – 15 днів, а готової продукції – 12 днів.

Задача 5. Протягом звітнього періоду на підприємстві введено в експлуатацію операційних необоротних активів на суму 30 тис. грн, вибуло активів на суму 25 тис. грн. Вартість необоротних операційних активів на початок періоду становила 200 тис. грн, на кінець періоду зросла на 10 %. Розрахуйте коефіцієнти вибуття, уведення та оновлення операційних необоротних активів.

Задача 6. Обчисліть коефіцієнт чистих оборотних активів, обсяги поточного фінансування оборотних активів і коефіцієнт поточного фінансування оборотних активів та поясніть їхнє економічне значення.

Стаття	Сума, тис. грн	
	на початок періоду	на кінець періоду
Чистий робочий капітал	68	58
Валові оборотні активи	90	85
Запаси	48	40
Поточна дебіторська заборгованість	32	35
Поточна кредиторська заборгованість	22	27



ЛІТЕРАТУРА

1. Бланк И. С. Основы финансового менеджмента / И. С. Бланк. – Киев : Ника-Центр, Эльга, 1999. – 478 с.
2. Данилюк М. О. Фінансовий менеджмент : навч. посібник для студентів вищих навч. закладів / М. О. Данилюк, В. І. Савич. – К. : Центр навч. л-ри, 2004. – 203 с.
3. Євтух О. Т. Фінансовий менеджмент для магістрів і не тільки : навч. посібник / О. Т. Євтух, О. О. Євтух. – К. : Центр навч. л-ри, 2011. – 408 с.
4. Закон України "Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні" від 12 липня 2001 р., № 2658-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>.
5. Закон України "Про державне регулювання діяльності у сфері трансферу технологій" від 14 вересня 2006 р., № 143-V [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/143-16>.
6. Коваленко Л. О. Фінансовий менеджмент : навч. посібник / Л. О. Коваленко, Л. М. Ремньова ; 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Знання, 2005. – 457 с.
7. Крамаренко Г. О. Фінансовий менеджмент : підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. – К. : Центр навч. л-ри, 2006. – 520 с.
8. Наказ Міністерства фінансів України "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 "Загальні вимоги до фінансової звітності" від

- 7 лютого 2013 р., № 73 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>.
9. Наказ Міністерства фінансів України “Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 9 “Запаси” від 20 жовтня 1999 р., № 246 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0751-99>.
 10. Наказ Міністерства фінансів України “Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 12 “Фінансові інвестиції” від 26 квітня 2000 р., №91 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0284-00>.
 11. Пазинич В. І. Фінансовий менеджмент : навч. посібник / В. І. Пазинич, А. В. Шульшко. – К. : Центр навч. л-ри, 2011. – 208 с.
 12. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Національного стандарту № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав” від 10 вересня 2003р., №1440 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>.
 13. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Національного стандарту № 3 “Оцінка цілісних майнових комплексів” від 29 листопада 2006 р., №1655 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-%D0%BF>.
 14. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Методики оцінки майна” від 10 грудня 2003 р., № 1891 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1891-2003-%D0>.
 15. Рясних Є. Г. Основи фінансового менеджменту : навч. посібник / Є. Г. Рясних. – К. : Скарби, 2003. – 238 с.
 16. Філіна Г. І. Фінансова діяльність суб’єктів господарювання : навч. посібник / Г. І. Філіна. – К. : Центр навч. л-ри, 2007. – 320 с.
 17. Швиданенко Г. О. Управління капіталом підприємства : навч. посібник / Г. О. Швиданенко, Н. В. Шевчук. – К. : КНЕУ, 2007. – 440 с.



- 8.1. Сутність, види і способи акумуляції підприємницького капіталу.
- 8.2. Власний капітал: переваги та недоліки використання у господарській діяльності.
- 8.3. Специфіка управління позиковим капіталом.
- 8.4. Показники оцінювання вартості фінансових ресурсів підприємства.
- 8.5. Побудова оптимальної структури капіталу суб'єкта господарювання.

8.1. Сутність, види і способи акумуляції підприємницького капіталу

Капітал підприємств – це рушійна сила поступального економічного розвитку держави, він становить фінансову основу створення і розвитку суб'єктів господарювання усіх організаційно-правових форм та є головним чинником забезпечення безперервності процесу виробництва й реалізації продукції. **Капітал** – це сукупність ресурсів усіх видів, вкладених у підприємницьку діяльність, попередньо нагромаджених його власниками для інвестування з метою отримання доходу, функціонування яких у економічній системі пов'язане з чинниками ризику та ліквідності [11, с. 585].

Капітал підприємства проходить певні етапи перетворення його форм: грошовий капітал → виробничий капітал → товарний капітал → грошовий капітал.

Функція грошового капіталу зводиться до придбання елементів виробничого капіталу. Головне завдання виробничого капіталу – збільшувати вартість, тобто самозростати. Базова функція товарного капіталу – реалізація товару й одержання більшої вартості у грошовій формі (грошовий капітал).

Капітал підприємства має такі специфічні характеристики (табл. 8.1).

Таблиця 8.1

Характеристики капіталу суб'єктів господарювання [11, с. 584]

<i>Характеристика капіталу підприємства</i>	<i>Обґрунтування характеристики</i>
1	2
<i>Матеріальна основа процесу виробництва</i>	Капітал суб'єкта господарювання у його предметно-речовій формі як сукупність оборотних та необоротних активів, що задіяні у виробничо-господарській діяльності підприємства, є основою організації виробничого процесу
<i>Предмет відносин власності</i>	У процесі ведення управлінської діяльності на підприємстві капітал є предметом економічних відносин власності (купівлі, продажу, володіння та розпорядження)
<i>Інвестиційний ресурс</i>	Капітал є сукупністю ресурсів усіх видів, вкладених у підприємницьку діяльність, які були попередньо нагромаджені його власниками для інвестування. Рух капіталу (зміна його форм) в економічній системі держави та на рівні окремого підприємства завжди безпосередньо пов'язаний з процесами інвестування, дезінвестування та реінвестування
<i>Джерело генерування доходу економічних суб'єктів</i>	За умови раціонального й ефективного використання у реальному і фінансовому секторах економіки капітал є джерелом формування доходу підприємства, його власників та найманих працівників. Як суб'єкт господарювання, підприємство отримує дохід у формі прибутку, власники капіталу – як дивідендні виплати, наймані працівники отримують доходи у формі заробітної плати. Капітал є джерелом зростання доходу економічних суб'єктів у поточному та перспективному періодах. Та частина капіталу, яку спрямовують на задоволення поточних потреб, перестає виконувати функцію капіталу, оскільки її більше не використовують у фінансово-господарській діяльності підприємства. Зазначимо, що капітал здатний створювати дохід лише в процесі безперервного руху, зміни його форм
<i>Вимірник рівня ефективності фінансово-господарської діяльності підприємства</i>	Рівень ефективності роботи суб'єкта господарювання визначений рентабельністю його капіталу, зростання обсягу капіталу у динаміці свідчить про розвиток підприємства як економічного суб'єкта
<i>Як чинник ліквідності</i>	У процесі зміни форм існування постійно змінюється рівень ліквідності капіталу, тобто його здатності перетворюватись у готівку без суттєвої втрати вартості. Ліквідність капіталу означає його мобільність як інвестиційного ресурсу та забезпечує потенційну можливість реінвестування
<i>Як чинник ризику</i>	Здатність капіталу генерувати дохід передбачає виникнення економічного ризику, пов'язаного з імовірним зниженням рівня прибутковості, невчасним отриманням очікуваного доходу чи часткової або повної втрати капіталу в процесі його використання у фінансово-господарській діяльності. У цьому разі існує об'єктивний прямо пропорційний зв'язок між рівнями дохідності та ризику

Закінчення табл. 8.1

1	2
<i>Передумова початку виробничо-господарської діяльності підприємства</i>	Необхідною умовою початку виробничо-господарської діяльності підприємств будь-якої організаційно-правової форми та сфери діяльності є достатній обсяг капіталу. Наявність зазначеного в статутних документах обсягу капіталу є підставою для державної реєстрації суб'єкта господарювання
<i>Основа формування і зростання ринкової вартості підприємства</i>	Капітал є вимірником ринкової вартості суб'єкта господарювання. Основою для визначення вартості підприємства, передусім, є та частина капіталу, що перебуває у його власності. Достатній обсяг власного капіталу є умовою забезпечення фінансової стійкості, інвестиційної привабливості підприємства та основою його потенційної здатності залучати позиковий капітал на фінансовому ринку. Зі зростанням обсягу сукупного капіталу та його рентабельності, зазвичай, збільшується й ринкова вартість суб'єкта господарювання
<i>Об'єкт економічного управління</i>	Капітал також є об'єктом економічного управління в процесі фінансово-господарської діяльності підприємства. У цьому разі головною метою управління капіталом є оптимізація процесів його формування і використання з урахуванням можливих ризиків зовнішнього та внутрішнього середовища суб'єктів господарювання

У ході формування капіталу підприємства ефективний фінансовий менеджмент керується такими головними принципами:

- урахування перспектив розвитку господарської діяльності. Визначення необхідного обсягу капіталу залежить від перспектив розширення чи згортання фінансово-господарської діяльності підприємства у майбутньому;
- забезпечення відповідності капіталу (позикового та власного) обсягові оборотних і необоротних активів підприємства. Загальна потреба в капіталі підприємства ґрунтується на його потребі в оборотних і необоротних активах;
- формування оптимальної структури капіталу підприємства з позицій ефективного його функціонування. Фінансовий результат діяльності підприємства значно залежить від структури капіталу, яку використовують. Структура капіталу визначає багато аспектів не тільки фінансової, а й операційної та інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання, впливає на фінансову стійкість та платоспроможність підприємства;
- забезпечення мінімізації витрат при формуванні капіталу з різних джерел. Таку мінімізацію здійснюють під час управління вартістю капіталу з метою забезпечення вищої перспективної рентабельності суб'єкта господарювання;

- високоефективне використання капіталу в процесі господарської діяльності. Реалізацію цього принципу забезпечують через максимізацію рентабельності власного капіталу суб'єкта господарювання за допустимого рівня фінансового ризику.

У загальному вигляді капітал підприємства можна класифікувати за такими ознаками: за джерелами формування, формами залучення, характером використання, особливостями участі у фінансово-господарській діяльності підприємства, за характером впливу на фінансовий стан суб'єкта господарювання та зв'язком із фінансовою звітністю підприємства.

Види капіталу підприємства за джерелами формування наведено в табл. 8.2.

Таблиця 8.2

Класифікація видів капіталу підприємства
за джерелами формування [12, с. 421]

Групи класифікації	Види капіталу
<i>За правом власності на капітал</i>	Власний капітал Позиковий капітал
<i>За джерелом формування капіталу стосовно підприємства</i>	Капітал, сформований з внутрішніх джерел (внутрішній) Капітал, сформований із зовнішніх джерел (зовнішній)
<i>За формами власності на капітал</i>	Державний капітал Приватний капітал Колективний капітал
<i>За національною належністю власників капіталу</i>	Національний капітал Іноземний капітал
<i>За рівнем функціонування капіталу в межах світової економіки</i>	Національний капітал Міжнародний капітал Світовий капітал
<i>За типом власників щодо підприємства</i>	Капітал власників підприємства Капітал кредиторів Капітал контрагентів Капітал держави
<i>За характером концентрації капіталу іноземного інвестора</i>	Монокапітал Мультикапітал

Класифікація капіталу за формами власності має важливе значення в процесі формування статутного капіталу суб'єктів господарювання. На підставі поділу капіталу на державний, приватний та колективний можна визначити форму власності створеного підприємства.

За національною належністю власників капітал поділяють на національний (капітал резидентів України) та іноземний (капітал нерезидентів). Зазначимо, що доступ до національного капіталу мають суб'єкти господарювання всіх форм

власності та організаційно-правових форм, зокрема малі та середні підприємства.

Іноземний капітал залучають, зазвичай, лише великі компанії, що провадять зовнішньоекономічну діяльність. Можливості його використання безпосередньо пов'язані з інвестиційним рейтингом, іміджем компанії, інвестиційним кліматом та рівнем економічного й політичного ризику держави, які для України є традиційно високими.

Крім того, за характером концентрації капіталу іноземних інвесторів виділяємо монокапітал, що належить одній компанії-інвестору, та мультикапітал – капітал, що належить кільком іноземним компаніям, які спільно фінансують реалізацію проекту чи інвестують ресурси у діяльність вітчизняних суб'єктів господарювання.

За рівнем функціонування в межах світової економіки доцільно виділити такі види капіталу: національний капітал, який акумулюють і використовують у межах національних економік окремих держав; міжнародний, що функціонує у розрахунках підприємств-контрагентів, які є резидентами двох країн, та світовий капітал, який є об'єктом купівлі–продажу на світовому ринку капіталу. Світовий капітал залучають суб'єкти господарювання зі значними фінансовими потребами, які не можуть бути задоволені ресурсами внутрішнього фінансового ринку. Його нагромаджують міжнародні фінансово-кредитні організації, використовуючи згодом для реалізації масштабних довготривалих інвестиційних проектів. Світовим капіталом є, зокрема, фінансові ресурси, які акумулюють у межах транснаціональних корпорацій.

Капітал власників початково формують з сукупності ресурсів засновників підприємства й поповнюють з пайових внесків та емісії акцій. Капітал кредиторів є сумою фінансових ресурсів, акумульованих через кредитну систему (коротко-, довготермінові, синдикувані кредити комерційних банків і кредити небанківських фінансово-кредитних установ) та фінансовий ринок (залучають завдяки випуску боргових цінних паперів). До капіталу контрагентів належить зовнішня і внутрішня кредиторська заборгованість, кошти асоціацій, концернів, холдингів, які надають на безповоротній основі, страхові відшкодування тощо. Капіталом держави, залученим у господарську діяльність ділової одиниці, є сума заборгованості підприємства за розрахунками з бюджетом та позабюджетними фондами, а також капітал, сформований у порядку розподілу фінансових ресурсів у масштабах економічної системи держави. Це, зокрема, фінансові ресурси державного та місцевого бюджетів, цільових позабюджетних фондів і галузевих цільових грошових фондів, які використовують на безповоротній основі.

Розширену класифікацію видів капіталу суб'єктів господарювання за іншими критеріями наведено в Додатку VI.

8.2. Власний капітал: переваги та недоліки використання у господарській діяльності

Трансформація економічних відносин на сучасному етапі розвитку економіки України потребує значних грошових вкладень, тому кожен суб'єкт господарювання повинен самостійно вирішувати питання збільшення свого капіталу, його ефективного інвестування і реінвестування. Власний капітал як матеріальна основа початку фінансово-господарської діяльності підприємства визначає фінансовий потенціал будь-якого економічного суб'єкта та створює сприятливі умови для його перспективного виробничого і науково-технічного розвитку.

Власний капітал характеризує загальну вартість коштів підприємства, які належать йому на правах володіння, користування та розпоряджання, тобто перебувають у його власності.

Власний капітал – це частина в активах підприємства, що залишається після відрахування його зобов'язань. Власний капітал формують з внутрішніх і зовнішніх джерел (рис. 8.1).



Рис. 8.1. Внутрішні та зовнішні джерела формування власного капіталу підприємства

У структурі власного капіталу за балансовою формою звітності виділяють такі елементи [10]:

- зареєстрований (пайовий) капітал;
- капітал у дооцінках;
- додатковий капітал;
- резервний капітал;
- нерозподілений прибуток (непокритий збиток);
- неоплачений капітал;
- вилучений капітал.

Зареєстрований (статутний) капітал – це сума коштів, наданих власниками для забезпечення діяльності підприємства [9]:

- для державного підприємства – вартісна оцінка майна, закріпленого державою за підприємством на праві повного господарського розпоряджання;

- для приватного підприємства – майно, що перебуває у приватній власності громадян чи суб'єкта господарювання-власника підприємства;
- для колективного підприємства – вартісна оцінка майна членів (учасників) юридичної особи, що створена через об'єднання їхнього майна;
- для комунального підприємства чи спільного комунального підприємства – майно відповідних територіальних громад, переданих підприємству на праві повного господарського розпорядження;
- для підприємств, заснованих на змішаній формі власності, – вартість майна різних форм власності засновників суб'єкта господарювання.

У ході створення підприємства внесками в його статутний капітал можуть бути кошти, матеріальні та нематеріальні активи. У момент передання активів у вигляді внеску в статутний капітал право власності на них переходить до суб'єкта господарювання, тобто інвестори втрачають майнові права на ці об'єкти.

Зареєстрований (статутний) капітал формують під час первісного інвестування коштів. Його розмір оголошують у ході реєстрації підприємства, а будь-які коригування розміру статутного капіталу (додаткова емісія акцій, зниження номінальної вартості акцій, додаткові внески, прийняття нового учасника, приєднання частини прибутку) допускають у разі та в порядку, передбаченому чинним законодавством і установчими документами з обов'язковою реєстрацією у фінансових органах.

Формування статутного капіталу може супроводжуватися створенням додаткового джерела коштів – емісійного доходу. Це джерело виникає тоді, коли в процесі первинної емісії акції продають за ціною, вищою від номіналу; у разі одержання цих сум їх зараховують у додатковий капітал. Статутний капітал акціонерного товариства містить визначену кількість звичайних акцій, передбачену статутом. Одночасно можуть бути випущені й привілейовані акції. Частка привілейованих акцій у статутному капіталі акціонерного товариства не може перевищувати 25 %.

До статутного капіталу акціонерного товариства включають тільки номінальну вартість акцій, придбаних акціонерами. Акції випущені, проте не оплачені акціонерами, не можуть утворювати статутний капітал.

Для забезпечення гарантій інтересів кредиторів розмір статутного капіталу має відповідати обсягу чистих активів. У разі їхньої зміни розмір статутного капіталу підлягає коригуванню з обов'язковою реєстрацією таких змін у фінансових органах. У процесі функціонування товариства статутний капітал може змінюватися. Завдяки зростанню прибутку або додаткових внесків засновників він може збільшуватися, у разі зменшення суми прибутку – скорочуватися. Зміна статутного капіталу можлива лише на підставі рішення загальних зборів. Ухвалюють таке рішення простою більшістю голосів.

Збільшення статутного капіталу можливе тільки після повної оплати статутного капіталу, оголошеного спочатку. Статутний капітал акціонерного товариства відкритого типу можна збільшувати публічним розміщенням акцій. Якщо акціонерне товариство має збитки за підсумками фінансового року, то воно не може

залучати кошти черговою емісією. Статутний капітал акціонерного товариства збільшують, випускаючи нові акції.

Статутний капітал акціонерного товариства можна збільшити також через зміну їхньої номінальної вартості (деномінації). У разі деномінації в однаковій пропорції змінюють усі категорії і серії акцій, випущених акціонерним товариством, а також зобов'язання за опціонами і конвертованими облигаціями, які емітовані до ухвалення рішення про збільшення статутного капіталу. Збільшення статутного капіталу може також відбуватися внаслідок обміну конвертованих облигацій на акції, повернення акцій, які розміщені в дочірніх товариствах, а також із резервного фонду. Збільшення статутного капіталу відбувається і внаслідок переоцінки основних засобів додатковим випуском акцій або за допомогою збільшення номінальної вартості випущених акцій.

Зменшують статутний капітал акціонерного товариства унаслідок зниження номінальної вартості акцій або погашення їхньої частини. Погашати можна тільки ті акції, які є на балансі акціонерного товариства, включаючи акції, придбані з цією метою в акціонерів.

Додатковий капітал як джерело коштів підприємства утворює емісійний дохід підприємства, вартість отриманих безкоштовно необоротних активів, суми вкладень власників понад зареєстрований статутний капітал, накопичені курсові різниці [9]. Нормативними документами заборонено використання його з метою споживання.

Прибуток підприємства є різницею між виторгом від реалізації продукції (робіт, послуг) та витратами на виробництво цієї продукції (робіт, послуг) і відповідними податками. Якщо витрати перевищують суму доходів, то підприємство має збитки.

Прибуток – основне джерело коштів підприємства, для якого характерні динамічні зміни. У балансі його відображають у явному вигляді як нерозподілений прибуток, а також у завуальованому вигляді як створені з прибутку фонди і резерви. За умов ринкової економіки розмір прибутку залежить від багатьох чинників, головним з яких є співвідношення доходів і витрат.

Нерозподілений прибуток – це частина чистого прибутку, що не була розподілена підприємством у звітному чи попередніх періодах. Він є головним джерелом фінансування інвестицій для більшості суб'єктів господарювання. Реінвестуванням прибутку в операційну діяльність, а не розподілом його між акціонерами у формі дивідендів, підприємство нарощує свої кошти. Після сплати податку на прибуток та інших обов'язкових платежів залишається чистий прибуток, який надходить у повне розпорядження підприємства. Частина чистого прибутку може бути спрямована на виробничий і соціальний розвиток, а також у резервний фонд.

Прибуток є джерелом формування резервного капіталу (фонду), що призначений для відшкодування непередбачених втрат і можливих збитків та страховий за природою. Порядок формування резервного капіталу визначають нормативні документи, які регулюють діяльність підприємства, а також його статутні документи.

Резервний капітал – це сума створених з нерозподіленого капіталу резервів. Його формують у розмірі не менше ніж 15 % статутного капіталу товариства вна-

слідок щорічних відрахувань від чистого прибутку суб'єкта господарювання або з нерозподіленого прибутку. До досягнення передбаченого статутом розміру резервного капіталу розмір щорічних відрахувань не може бути меншим, ніж 5 % від суми чистого прибутку товариства за рік. Резервний капітал створюють для покриття збитків товариства, а також для виплати дивідендів за привілейованими акціями [1].

Неоплачений капітал є сумою усїєї заборгованості власників за внесками до статутного капіталу, а вилучений – сумою викуплених акціонерним товариством часток акціонерів [10].

Використання власного капіталу для фінансування господарської діяльності підприємств пов'язане з низкою переваг і недоліків цього джерела капіталу (табл. 8.3).

Таблиця 8.3

Переваги та недоліки використання власного капіталу підприємства

Переваги	Недоліки
<p>1. Сума власного початково вкладеного капіталу є фінансовою основою господарської діяльності підприємства та перебуває у власності суб'єкта господарювання безстроково на безповоротній основі</p> <p>2. Власний капітал залучають за рішенням органів управління підприємства, тобто не потрібна згода та погодження умов додаткового фінансування інших ділових одиниць, особливо якщо частину власного капіталу акумулюють з внутрішніх джерел</p> <p>3. Сформовані з власного капіталу активи, порівняно з активами, які формують з позикового фінансування, генерують вищу норму прибутку, оскільки за використання власних фінансових ресурсів сплата позикового відсотка не передбачена, а виплата дивідендів в акціонерних товариствах відбувається на підставі рішення зборів акціонерів, тобто дивіденди можуть не виплачувати</p> <p>4. У разі додаткового залучення власного капіталу з внутрішніх і зовнішніх джерел фінансова стійкість та платоспроможність підприємства зростає</p> <p>5. Ризик банкрутства в разі використання власного капіталу є незначним порівняно із залученням позикового фінансування для розширення бази фінансових ресурсів підприємства</p>	<p>1. Обмеженість вибору джерел додаткового фінансування і, відповідно, можливого обсягу залучення капіталу для розширення фінансово-господарської діяльності підприємства</p> <p>2. Вартість додатково залученого власного капіталу підприємства перевищує вартість фінансових ресурсів, залучених з альтернативних джерел позикового фінансування, що пов'язано з вищим ризиком акціонерів підприємства порівняно з його кредиторами</p> <p>3. Не можливе використання "податкового щита", оскільки дивіденди, які є ціною використання власного капіталу, виплачують з чистого прибутку (тоді як сплата відсотків за зобов'язаннями є частиною фінансових витрат суб'єкта господарювання і зменшує базу оподаткування податком на прибуток підприємств)</p> <p>4. Додаткова емісія акцій передбачає загрозу скуповування акцій сторонніми інвесторами, що потенційно може спричинити зміну політики підприємства та зміну складу його органів управління</p> <p>5. Не використана можливість приросту рентабельності власного капіталу через залучення позикового фінансування, оскільки за умов використання винятково власних фінансових ресурсів не можливе перевищення фінансової рентабельності над економічною рентабельністю підприємства</p> <p>6. Залучення додаткового акціонерного капіталу, зазвичай, передбачає використання послуг посередників для виходу емітента на фондовий ринок, що, безумовно, збільшує технічні витрати на залучення фінансових ресурсів</p> <p>7. Неможливість забезпечити достатній обсяг фінансування потреб господарської діяльності підприємства через залучення додаткового зовнішнього фінансування за несприятливих коливань кон'юнктури фінансового ринку</p>

Суб'єкт господарювання, залучаючи додаткові обсяги власного капіталу, збільшує свою фінансову стійкість і платоспроможність та мінімізує ризик банкрутства, проте не використовує можливостей зростання фінансового потенціалу, приросту фінансової рентабельності вкладеного капіталу та податкової економії.

Управління складовими власного капіталу підприємства відбувається у послідовності, відображеній на рис. 8.2 [3, с. 231].



Рис. 8.2. Процес управління складовими власного капіталу підприємства

Аналіз формування загального обсягу власного капіталу у попередньому періоді проводять з метою визначення потенціалу формування власних фінансових ресурсів та оцінки можливостей його залучення відповідно до темпів розвитку підприємства, зокрема, оцінюють відповідність темпів приросту власного капіталу темпам приросту активів і обсягу реалізованої продукції підприємства, динаміку

питомої ваги власних ресурсів у загальному обсязі формування фінансових ресурсів у попередньому періоді.

Визначення співвідношення між зовнішніми і внутрішніми джерелами формування власного капіталу та оцінювання достатності власного капіталу у звітному періоді проводять з метою аналізу внутрішніх джерел фінансових ресурсів та необхідності залучення власного капіталу суб'єкта господарювання ззовні.

Загальну потребу у власному капіталі в плановому періоді визначають, розраховуючи співвідношення обсягу власного капіталу, сформованого у поточному періоді, до приросту оборотних та необоротних активів у плановому періоді порівняно зі звітним.

Результати оцінювання вартості власного капіталу у розрізі його головних елементів є основою для ухвалення управлінських рішень щодо вибору альтернативних джерел формування власного капіталу з метою мінімізації витрат на залучення фінансування суб'єкта господарювання.

Оцінювання можливостей залучення додаткового власного капіталу завдяки додатковій емісії акцій та оптимізацію співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування власного капіталу проводять з урахуванням необхідності мінімізації вартості залучення власного капіталу та збереження контрольного пакета корпоративних прав акціонерного товариства власниками.

8.3. Специфіка управління позиковим капіталом

Одне з найважливіших завдань управління підприємством у ринкових умовах – фінансування його виробничо-господарської діяльності. Тому за умов недостатності власних фінансових ресурсів важливою проблемою функціонування підприємств є забезпечення доступу до позикового фінансування. Ефективна господарська діяльність неможлива без постійного залучення позикового фінансування.

Позиковий капітал – це кошти, які залучають для фінансування господарської діяльності на принципах строковості, повернення, платності та цільового використання. Позикові фінансові ресурси формують з внутрішніх та зовнішніх щодо підприємства джерел (рис. 8.3).

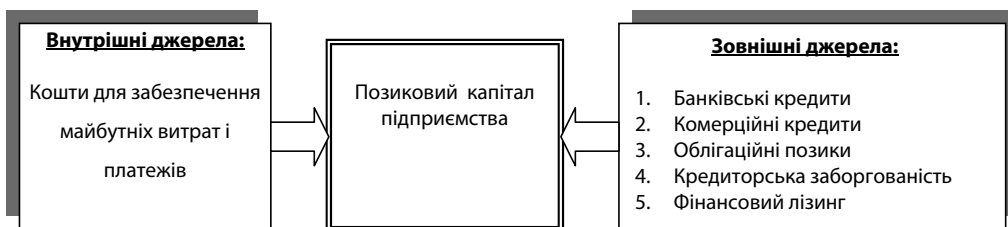


Рис. 8.3. Внутрішні та зовнішні джерела формування позикового капіталу підприємства

Використання позикових коштів у фінансово-господарській діяльності підприємств має певні переваги та недоліки (табл. 8.4).

Таблиця 8.4

Переваги та недоліки використання позикового капіталу підприємствами

Переваги	Недоліки
<p>1. Зростання потенціалу розвитку підприємства завдяки розширенню фінансово-господарської діяльності через використання додаткового обсягу фінансових ресурсів – позикового капіталу</p> <p>2. Різноманітність джерел залучення та, за умов високих кредитних рейтингів, формування позитивної кредитної історії, збільшення потенціалу залучення додаткових фінансових ресурсів підприємством у майбутньому</p> <p>3. Нижча вартість позикового капіталу порівняно з власним. Це зумовлено тим, що надання коштів на умовах позики є менш ризикованим вкладенням фінансових ресурсів з погляду інвестора, оскільки чітко визначений термін повернення інвестованого капіталу та рівень дохідності. Вимоги кредиторів у процесі ліквідації боржника теж задовольняють першочергово. Крім того, позиковий капітал, зазвичай, надають під гарантію або заставу майнових чи немайнових прав, що гарантує повернення коштів</p> <p>4. Можлива податкова економія, оскільки сума відсотків, сплачена за використання позикового капіталу зменшує базу оподаткування податком на прибуток підприємств</p> <p>5. Використання позикового капіталу поряд з власним забезпечує можливість зростання фінансової рентабельності за умови, якщо економічна рентабельність підприємства перевищує суму сплачених відсотків</p> <p>6. Технічні витрати на організацію залучення додаткового позикового капіталу, зокрема кредитних ресурсів комерційних банків, є нижчими порівняно з власним капіталом, оскільки не потрібні послуги реєстратора, андерайтера тощо, як у випадку залучення акціонерного капіталу</p> <p>7. Залучення додаткового обсягу позикового капіталу, який не загрожує перевищенням рівня допустимого фінансового ризику, дає змогу власникам зберігати контроль над суб'єктом господарювання, адже кредитори не можуть впливати на ухвалення управлінських рішень, на відміну від нових акціонерів, що з'являються у випадку додаткової відкритої емісії акцій</p>	<p>1. Рішення, пов'язані з наданням позикових коштів, ухвалюють інші ділові одиниці, які є власниками капіталу, тому суб'єкти господарювання не можуть принципово впливати на умови залучення позикового фінансування</p> <p>2. Залучення значних обсягів позикового капіталу загрожує підприємству зниженням фінансової стійкості та платоспроможності, що, відповідно, підвищує ризик його банкрутства</p> <p>3. Активи, які формують з позикових фінансових ресурсів, генерують нижчу норму прибутку порівняно з активами, сформованими з власного капіталу, оскільки прибуток суб'єкта господарювання зменшують на суму сплачених відсотків за користування позиковим капіталом, який залучають з усіх джерел</p> <p>4. Можливі обсяги залучення та вартість позикового капіталу прямо залежать від кон'юнктури фінансового ринку у визначений момент</p> <p>5. До моменту погашення зобов'язань необхідне попереднє нагромадження визначеного обсягу коштів, що постійно зменшує суму власного оборотного капіталу</p> <p>6. Вагома частка позикових фінансових ресурсів у структурі капіталу суб'єкта господарювання дає змогу кредиторам контролювати найважливіші управлінські рішення; у разі перевищення допустимого рівня фінансового ризику підприємство може перейти у їхню власність</p> <p>7. У випадку залучення позикового капіталу обов'язковим є надання гарантії чи забезпечення, що вилучає об'єкти застави з фінансово-господарської діяльності підприємства; гарантії, зазвичай, надають на платній основі</p> <p>8. Надмірне залучення позикового капіталу спричиняє виникнення у власників, поряд з комерційним, понадфінансового ризику, що зумовлює необхідність сплати підприємством додаткової компенсації за підвищений ризик</p>

Отже, суб'єкт господарювання, залучаючи позиковий капітал, збільшує фінансовий потенціал розвитку, отримує доступ до дешевших фінансових ресурсів, забезпечує можливість податкової економії та зростання рівня фінансової рентабельності, проте зменшує фінансову стійкість та платоспроможність і збільшує ризик банкрутства. Зазначимо, що загальна сума фінансових ресурсів, які залучають з різних джерел, відповідає обсягу активів, сформованих підприємством.

Оптимальним вважають співвідношення між джерелами фінансових ресурсів та їхнім розміщенням у активах суб'єкта господарювання, показане на рис. 8.4.

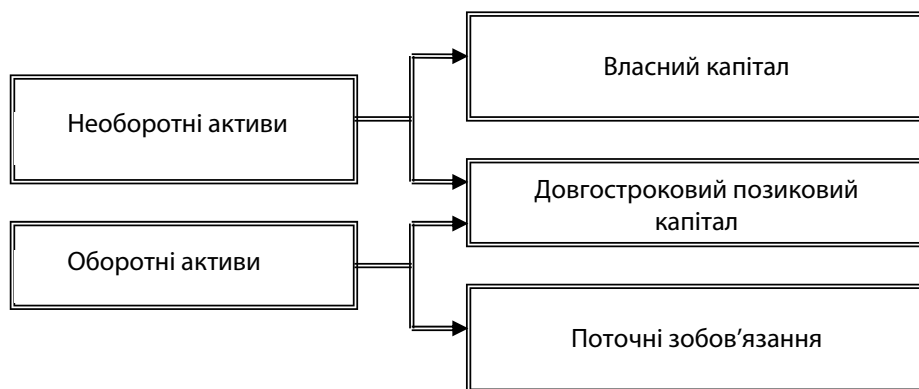


Рис. 8.4. Співвідношення між джерелами фінансового капіталу та їхнім розміщенням в активах підприємств [14, с. 106]

Позиковий капітал (фінансові зобов'язання підприємства) згідно з балансом (Звітом про фінансовий стан) диференціюють на довгострокові та поточні зобов'язання і забезпечення (табл. 8.5).

Таблиця 8.5

Структура позикового капіталу підприємства [10]

Довгострокові зобов'язання і забезпечення	
1	2
Відстрочені податкові зобов'язання	Сума податку на прибуток, що має бути виплачена у майбутніх звітних періодах
Довгострокові кредити банків	Заборгованість за банківськими кредитами, отриманими на термін більше 12 місяців
Інші довгострокові зобов'язання	Заборгованість за позиковими коштами підприємства, крім кредитів банків
Довгострокові забезпечення	Нараховані у звітному періоді майбутні витрати та платежі, які не можуть бути вірогідно визначені на дату складання звітності
Цільове фінансування	Залишок цільових надходжень з бюджету та суми повернення податку на прибуток у зв'язку з отриманням пільг

Закінчення табл. 8.5

1	2
Поточні зобов'язання і забезпечення	
Короткострокові кредити банків	Заборгованість перед банками за кредитами, отриманими на термін до 12 місяців
Поточна кредиторська заборгованість	Сума заборгованості перед постачальниками та підрядниками за отримані матеріальні цінності, товари, послуги, заборгованість за розрахунками з бюджетом, зі страхування та з оплати праці
Поточні забезпечення	Сума забезпечень, які будуть використані протягом 12 місяців для покриття витрат, щодо яких було створене відповідне забезпечення
Доходи майбутніх періодів	Доходи, отримані підприємством у поточному або попередніх звітних періодах, які належать до наступних звітних періодів
Інші поточні зобов'язання	Інші зобов'язання підприємства, які не були віднесені до будь-яких статей
Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття	Зобов'язання підприємства, пов'язані з необоротними активами, що призначені для продажу щодо їхнього утримання, страхування

Найдоступнішим для широкого кола суб'єктів підприємництва джерелом позикового фінансування є банківський кредит. Для комплексної оцінки умов кредитування в конкретній банківській установі підприємствам доцільно використовувати спеціальний показник – грант-елемент, що дає змогу порівнювати вартість залучення фінансового кредиту на умовах окремих комерційних банків з середніми умовами на фінансовому ринку (відповідно, на ринку грошей або ринку капіталу залежно від тривалості кредитного періоду). Цей показник розраховують за такою формулою:

$$GE = 100 - \sum_{n=1}^n \frac{ПР + ОБ}{БК(1 + i)^n} \times 100, \quad (8.1)$$

де GE – показник грант-елемента, що характеризує відхилення вартості конкретного кредиту, пропонуваного банком, від середньоринкової вартості аналогічних видів кредитів; ПР – сума сплачуваного відсотка в конкретному інтервалі n кредитного періоду; ОБ – сума амортизованого основного боргу в конкретному інтервалі n кредитного періоду; БК – загальна сума залученого підприємством банківського кредиту; i – середня ставка відсотка за кредит, що склалася на фінансовому ринку для аналогічних видів кредиту; n – конкретний інтервал терміну кредитування (місяць), за який сплачують платіж [2, с. 549].

Оскільки грант-елемент дає змогу порівнювати відхилення вартості залучення конкретного кредиту від середньоринкового (виражене у відсотках до суми кредиту), то його значення можуть бути додатні та від'ємні. Якщо розраховувати зна-

чення грант-елемента, то можна оцінити вигідність умов залучення банківського кредиту відповідно до пропозицій окремих комерційних банків.

У процесі управління позиковим капіталом можна використати алгоритм, показаний на рис. 8.5 [3, с. 296].

На першому етапі проводять аналіз формування і використання залученого капіталу у звітному періоді. Для цього аналізують загальний обсяг позикових коштів, джерела залучення та ефективність їхнього використання у звітному періоді, також аналізують динаміку обсягів позикового капіталу за термінами повернення



Рис. 8.5. Процес управління позиковим капіталом підприємства

та порівнюють темпи зростання позикових і власних коштів. Крім того, аналізують ефективність використання позикових фінансових ресурсів у розрізі окремих складових і загалом, розраховуючи показники оборотності і рентабельності позикового капіталу.

На другому етапі визначають цілі залучення позикових фінансових ресурсів у майбутньому періоді, тобто обсяг активів та проекти, на фінансування яких недостатньо власних фінансових ресурсів суб'єкта господарювання. На третьому етапі з'ясовують максимальний обсяг залученого капіталу з урахуванням необхідності забезпечення достатньої фінансової стійкості підприємства, оцінюючи поточну структуру джерел фінансування підприємства та вплив на неї залучення визначеного обсягу позикового капіталу. З урахуванням необхідності забезпечення визначеного рівня фінансової стійкості підприємство оцінює максимальні обсяги використання позикових засобів у своїй господарській діяльності.

Оцінку вартості залучення позикового капіталу, результати якої є основою розроблення управлінських рішень щодо вибору альтернативних джерел залучення позикових фінансових ресурсів, виконують з метою мінімізації фінансових витрат суб'єкта господарювання на обслуговування боргу.

На наступному, п'ятому етапі, визначають співвідношення обсягу короткострокових і довгострокових позикових коштів, які залучають для фінансування оборотних та необоротних активів підприємства. На шостому етапі вивчають умови надання позикового капіталу різними кредиторами з урахуванням кон'юнктури фінансового ринку для вибору найбільш оптимального варіанта фінансування, зокрема, визначають перелік кредиторів та умови залучення кредитів (термін надання кредиту; ставка відсотка за кредит; порядок виплати основної суми кредиту та відсотків за ним тощо).

Передостаннім етапом є забезпечення своєчасних розрахунків за отримані кредити. Своєчасність розрахунків з кредиторами контролюють у процесі господарської діяльності підприємства. Завершальним етапом управління позиковим капіталом підприємства є забезпечення ефективного використання залучених кредитів, що одночасно є одним з головних завдань менеджменту суб'єкта господарювання. Для оцінки ефективності використання залучених фінансових ресурсів розраховують показники рентабельності та оборотності позикового капіталу суб'єкта господарювання.

8.4. Показники оцінювання вартості фінансових ресурсів підприємства

Концепція вартості фінансових ресурсів є однією з базових теорій фінансового менеджменту. Зміст цієї концепції полягає в тому, що, незалежно від джерела фінансування, залучення капіталу в господарський оборот підприємства пов'язано з певними витратами.

Теорії оцінювання вартості капіталу та активів підприємств мають багатовікову історію. Перші згадки про оцінювання як метод обліку та рекомендації про його використання в процесі купівлі–продажу ділових одиниць є у працях основоположників бухгалтерського обліку Л. Пача і А. Дж. Пієтро (XVI ст.).

Вартість капіталу визначають:

- для суб'єктів господарювання як відносну величину витрат з обслуговування елементів капіталу, тобто як ціну, яку вони сплачують за його залучення з різних джерел;
- для інвесторів і кредиторів вартість капіталу характеризує очікувану норму дохідності на інвестований капітал.

У сучасній економічній науці виділяють такі *принципи оцінювання вартості капіталу підприємства* [14, с. 34].

1. Принцип попереднього поелементного оцінювання вартості капіталу. Оскільки капітал підприємства складається з неоднорідних елементів (насамперед, власного і позикового, а всередині них – з різних джерел формування), то в процесі оцінювання його необхідно розділити на окремі складові, кожна з яких має бути об'єктом оцінювальних розрахунків.
2. Принцип узагальнювального оцінювання вартості капіталу. Поелементне оцінювання вартості капіталу слугує передумовою для розрахунку узагальнювального показника. Таким показником є середньозважена вартість капіталу.
3. Принцип порівняльності оцінювання вартості власного і позикового капіталу. У процесі оцінювання вартості капіталу варто мати на увазі, що суми власного і позикового капіталу, які відображені в пасиві балансу підприємства, мають непорівняльні кількісні значення. Якщо суму наданого у користування підприємству позикового капіталу у грошовій або товарній формі оцінено в цінах, наближених до ринкових, то власний капітал, який відображений у балансі, стосовно теперішньої ринкової вартості суттєво занижений. З огляду на занижену оцінку суми власного капіталу його вартість у процесі розрахунків штучно завищують. Крім того, з цієї ж причини виявляється заниженою його реальна частка в загальній сумі капіталу підприємства, що призводить до некоректності показника середньозваженої вартості.

Для забезпечення зіставлення і коректності розрахунків середньозваженої вартості капіталу частка власного капіталу має бути виражена в теперішній ринковій вартості. Для цього на першому етапі визначають вартість чистих активів підприємства, що характеризують частину його майна, сформовану з власного капіталу. На другому етапі проводять індексацію (переоцінку) балансової вартості окремих елементів позаоборотних операційних активів і власних матеріальних оборотних активів з метою їхнього оцінювання за ринковою вартістю. Сума переоцінених активів характеризуватиме теперішню ринкову оцінку власного капіталу, яку використовують у порівняльних розрахунках середньозваженої вартості капіталу.

4. Принцип динамічного оцінювання вартості капіталу. Чинники, що впливають на середньозважену вартість капіталу, досить динамічні, тому зі зміною вартості окремих елементів капіталу потрібно вносити корективи й у середньозважене його значення. У процесі визначення вартості сформованого капіталу використовують фактичні (звітні) показники, пов'язані з оцінюванням його окремих елементів. Оцінювання вартості запланованого до залучення капіталу (а відповідно, і його середньозваженої вартості в плановому періоді) певною мірою має ймовірний характер, зумовлений прогнозом зміни кон'юнктури фінансового ринку, динаміки рівня власної кредитоспроможності, ступеня ризику та інших чинників.
5. Принцип взаємозв'язку оцінювання теперішньої і майбутньої середньозваженої вартості капіталу підприємства. Такий взаємозв'язок забезпечують використанням показника граничної вартості капіталу.
6. Принцип визначення межі ефективного використання капіталу, який залучають додатково. Оцінювання вартості капіталу має завершуватися визначенням критеріального показника ефективності його додаткового залучення. Таким показником є гранична ефективність капіталу. Цей показник характеризує співвідношення приросту рівня прибутковості капіталу, який залучають додатково, і приросту середньозваженої вартості капіталу.

Викладені принципи оцінювання уможливлють формування системи головних показників, які визначають вартість капіталу і межі ефективного його використання.

Фінансовий менеджер, формуючи капітал, повинен обирати джерела, попередньо оцінюючи вартість цих ресурсів, ступінь фінансового ризику, а також можливі наслідки впливу цих рішень на фінансовий стан підприємства.

Залучення того чи іншого джерела фінансування пов'язане з певними витратами підприємства: акціонерам треба виплачувати дивіденди, банкам – відсотки за позичені кредити тощо. Загальну суму коштів, яку треба сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів (і яку можна виражати у відсотках), називають **ціною капіталу**.

Оскільки основними витратами на обслуговування власного капіталу є дивіденди, то його ціну можна описати такою формулою:

$$C_{\text{вл. к}} = \frac{D_{\text{прив}} + D_{\text{звич}}}{\overline{ВК}}, \quad (8.2)$$

де $C_{\text{вл. к}}$ – ціна власного капіталу; $D_{\text{прив}}$, $D_{\text{звич}}$ – сума дивідендів, виплачених за привілейованими та звичайними акціями, відповідно; $\overline{ВК}$ – середня балансова вартість власного капіталу підприємства, який використовують протягом аналізованого періоду.

Якщо підприємство для формування капіталу використовує не лише власні кошти, то його ціну можна визначити як середньозважену вартість капіталу:

$$СВК = \sum_{i=1}^n \Pi_i \times \chi_i, \quad (8.3)$$

де СВК – середньозважена вартість капіталу підприємства; Π_i – ціна i -ої складової капіталу суб'єкта господарювання; χ_i – частка i -го джерела капіталу в його структурі [13, с. 36].

Середньозважена вартість капіталу – це вартість капіталу компанії, задіяного в поточний момент, тобто теперішня вартість капіталу. Якщо компанію цілком фінансують власними коштами, то для поточного оцінювання прогнозованих грошових потоків як ставку дисконтування використовують необхідну прибутковість для власників капіталу (пайовиків або акціонерів). Вона і є вартістю капіталу компанії.

Якщо компанія залучає позиковий капітал, то на середню вартість її капіталу впливають такі чинники:

- необхідна прибутковість власників позикового капіталу;
- наявність / відсутність податкових пільг для щорічних платежів за позиковий капітал;
- частка позикового капіталу в загальній сумі капіталу підприємства.

Чим дорожчий позиковий капітал (вища його вартість), тим більшу прибутковість повинні забезпечити активи корпорації для щорічних платежів власникам капіталу.

Вартість усього капіталу або окремих його елементів доцільно оцінювати з урахуванням оподаткування доходів власників капіталу. Податковий чинник впливає і на необхідну прибутковість для власників капіталу, і на обсяг реальних витрат підприємства щодо виплат власникам капіталу.

Значення складових капіталу можна розраховувати або за грошовими вираженнями, або за структурою капіталу.

Для розрахунку вартісного значення елементів капіталу використовують:

- балансові оцінки позикового і власного капіталу (позиковий капітал – як довготермінові позики, що відображені в балансі; власний капітал – як сума статутного капіталу, додаткового, нерозподіленого прибутку). Цей спосіб має два принципові недоліки: по-перше, існує ризик перекручування даних і невідповідності ринковій оцінці, по-друге, оцінка звичайних і привілейованих акцій як єдиного елемента капіталу (хоча їхня вартість може відрізнятись);
- ринкові оцінки: частка елемента капіталу за ринковою оцінкою визначена розподілом ринкової оцінки елемента капіталу на загальну ринкову оцінку капіталу. Такий спосіб теоретично є єдино правильним, проте у практичних розрахунках без ринкових оцінок елементів капіталу його використовувати неможливо.

Розрахунок середньозваженої вартості можливий за структурою капіталу [13, с. 37]:

- 1) фактичною – на підставі ринкових або балансових значень елементів капіталу;
- 2) цільовою, яку розглядають як прогноз на найближчу перспективу для ухвалення рішень.

Не всі елементи пасиву балансу включають у розрахунок середньозваженої вартості капіталу. Не враховують у розрахунку такі фінансові джерела, як короткотермінові зобов'язання (кредиторська заборгованість, заборгованість із заробітної плати), короткотермінові банківські позики, використані для фінансування поточних потреб.

Оцінювання і прогнозування середньозваженої вартості капіталу на конкретному підприємстві має відбуватися з урахуванням багатьох критеріїв. Головні з них такі:

- структура елементів капіталу за джерелами його формування;
- тривалість використання залученого капіталу;
- рівень ризику господарської діяльності підприємства, який залежить від рівня його фінансової стійкості, платоспроможності, ділової активності та рентабельності;
- середня ставка позикового відсотка та її динаміка, спричинена коливаннями кон'юнктури фінансових ринків;
- рівень ставки оподаткування прибутку, визначений для певного виду діяльності, і система податкових пільг;
- дивідендна політика підприємства, що визначає вартість власного капіталу;
- доступність різних джерел фінансування, яка впливає на фінансову гнучкість підприємства;
- галузеві особливості діяльності підприємства, які визначають тривалість його операційного циклу і ступінь ліквідності активів;
- співвідношення обсягів капіталу, який використовують в операційній та інвестиційній діяльності підприємства;
- стадія життєвого циклу підприємства.

Під впливом визначених чинників середньозважена вартість капіталу постійно змінюється в процесі економічного розвитку підприємства.

Значення оцінювання капіталу та методи його проведення мають специфіку на різних етапах життєвого циклу підприємства, а саме:

- на стадії створення підприємства;
- на момент зміни власників;
- під час підготовки та проведення реструктуризації, санації підприємства, диверсифікації його діяльності;
- у процесі ухвалення управлінських рішень щодо розширення або скорочення масштабів бізнесу;

- у ході реконструкції та технічного переозброєння підприємства;
- на стадії реорганізації, банкрутства, ліквідації підприємства.

Є такі сфери застосування показника вартості капіталу.

1. Вартість капіталу підприємства слугує мірою прибутковості операційної діяльності. Оскільки вартість капіталу залежить від частини прибутку, яка має бути сплачена за використання сформованого або залученого додатково капіталу для забезпечення випуску і реалізації продукції, то цей показник є мінімальною нормою формування операційного прибутку підприємства, нижньою межею в разі планування його обсягу.
2. Показник "вартість капіталу" використовують як головний критерій у процесі реального інвестування. Насамперед, рівень вартості капіталу конкретного підприємства є дисконтною ставкою, за якою суму чистого грошового потоку зводять до дійсної теперішньої вартості в процесі оцінювання ефективності реальних інвестицій.

Вартість капіталу підприємства – це мінімальна норма прибутковості у разі вкладення зароблених під час реалізації проекту коштів.

3. Вартість капіталу підприємства є базовим показником забезпечення ефективності фінансового інвестування. Оскільки критерій цієї ефективності визначає підприємство, то в разі оцінювання прибутковості окремих фінансових інструментів базою порівняння є вартість капіталу. Цей показник дає змогу не тільки оцінити реальну ринкову вартість або прибутковість окремих інструментів фінансового інвестування, а й визначити на попередній стадії формування інвестиційного портфеля найефективніші напрями і види цього інвестування. Звичайно, цей показник слугує мірою оцінювання прибутковості сформованого інвестиційного портфеля загалом.
4. Показник "вартість капіталу" за окремими його елементами використовують у процесі управління структурою капіталу на підставі механізму фінансового важеля. Використання фінансового важеля в ході управління вартістю капіталу полягає в максимальному збільшенні його диференціала, однією зі складових якого є вартість позикового капіталу.

Рівень вартості капіталу підприємства є найважливішим вимірником ринкової вартості цього підприємства. Якщо за основу оцінки беруть максимум розподіленого доходу підприємства на одиницю ціни капіталу, то ціна такого суб'єкта господарювання буде тим вищою, чим нижча ціна капіталу. Особливо оперативно ця залежність реально позначається на діяльності публічних акціонерних компаній, ціна на акції яких змінюється в разі відповідного зниження або зростання вартості їхнього капіталу. Управління вартістю капіталу є одним із самостійних напрямів підвищення ринкової вартості підприємства.

8.5. Побудова оптимальної структури капіталу суб'єкта господарювання

У сучасних умовах одним з найважливіших завдань управління підприємством є забезпечення достатності фінансування його діяльності як основи постійного розвитку. Це завдання зводиться до визначення оптимальної структури капіталу суб'єкта господарювання з урахуванням допустимого рівня ризику і визначення найефективнішого способу фінансування з урахуванням терміновості, вартості, умов залучення фінансових ресурсів.

Структура капіталу підприємства є головним індикатором його фінансового стану, показником здатності ефективно функціонувати в конкурентних умовах. Одне з головних дискусійних питань сучасної теорії фінансів – визначення оптимального співвідношення джерел фінансування підприємства.

Сьогодні нема єдиної системи чинників, які впливають на структуру капіталу підприємства, у ході аналізування яких підприємство могло б визначити співвідношення між джерелами фінансування його діяльності.

Менеджменту суб'єкта господарювання потрібно наперед з'ясувати, з яких джерел фінансових ресурсів буде сформовано капітал підприємства. Від цього залежатимуть фінансовий стан і перспективи фінансово-господарської діяльності в майбутньому. Найефективнішим для підприємства є таке співвідношення власного і позикового фінансування, яке за передбачуваної власниками капіталу норми прибутковості на вкладений капітал дає змогу мінімізувати його середньозважену вартість, тобто одночасно оптимальним є співвідношення ризику й прибутковості діяльності суб'єкта господарювання та максимізується його ринкова вартість (ціна корпоративних прав). Оптимізація структури капіталу є процесом перманентної адаптації формування капіталу суб'єкта господарювання до змін у середовищі його функціонування відповідно до тенденцій в економічній системі держави та світовій економіці.

Розвиток теорій структури капіталу бере початок з праць Нобелівських лауреатів з економіки Ф. Модільяні і М. Міллера [17]. У перших працях 1958 р. вчені стверджували, що вартість бізнесу, за умов відсутності оподаткування та залучення фінансового капіталу на ефективному фінансовому ринку, де нема транзакційних витрат, визначена його здатністю генерувати чистий прибуток, а структура капіталу на ринкову вартість підприємства та ефективність її функціонування в довготерміновому періоді не впливає.

У 1963 р. Ф. Модільяні і М. Міллер доповнили цю теорію, враховуючи рівень оподаткування, необхідність сплати дивідендів і відсотків за цінними паперами. В оновленій теорії вчені обґрунтовували думку про те, що завдяки віднесенню відсотків за позиковим капіталом до витрат на ведення бізнесу вартість суб'єкта господарювання, що використовує боргове фінансування, перевищуватиме вартість подібної фінансово незалежної корпорації, яку фінансують винятково з

власних джерел фінансових ресурсів. Водночас учені зазначили, що суб'єкти господарювання не завжди і не повною мірою можуть перманентно користуватися податковим захистом.

Теоретично можливе формування всього необхідного обсягу фінансових ресурсів з боргових джерел, проте високою є ймовірність повної або часткової втрати контролю над бізнесом або його швидке банкрутство.

Теорія Міллера–Модільяні започаткувала дослідження в цьому напрямі фінансового менеджменту. Саме модифікуючи або упускаючи припущення концепції Міллера–Модільяні, критики розробили низку важливих положень у сфері корпоративного фінансування.

Наприклад, так виникла теорія статичного компромісу (Tradeoff Theory) Р. А. Брейлі і С. Майєрса. Автори обґрунтовували об'єктивне зниження вартості бізнесу за значного збільшення частки боргового фінансування в структурі капіталу. Зі зростанням заборгованості підприємства зростає фінансовий ризик, знижується його кредитний рейтинг, обмежуються можливості подальшого залучення капіталу, дешевшають акції, що значно зменшує ринкову вартість суб'єкта господарювання.

На початку 60-х років ХХ ст. Г. Дональдсон розробив теорію (модель) субординації джерел фінансових ресурсів, або послідовності дій (Pecking Order) формування структури капіталу [16]. Відповідно до цієї теорії:

- пріоритетне місце у фінансуванні діяльності підприємства посідають чистий прибуток та амортизація, що дає змогу підвищити його фінансову стійкість;
- розподіляти прибуток потрібно так, щоб забезпечити фінансування інвестицій переважно з внутрішніх джерел капіталу (прибутку та амортизації);
- якщо виникає потреба в додатковому зовнішньому фінансуванні, то спочатку доцільно залучати банківські кредити, далі – облігації власної емісії, і останніми – емітувати акції.

Теорія субординації джерел фінансового капіталу має практичне підтвердження. Ухвалення менеджерами та власниками управлінських рішень першочергово на користь залучення внутрішніх джерел фінансування пояснюють тим, що залучення зовнішніх джерел передбачає обов'язкові фінансові витрати на сплату відсотків та дивідендні виплати, які є вартістю додаткового зовнішнього фінансування, використання переважно власного фінансування не передбачає виникнення додаткових ризиків втрати підприємства.

На підставі поєднання окремих положень концепцій Міллера–Модільяні та Г. Дональдсона з'явилася теорія асиметричної інформації (сигнальна теорія С. Майєрса). Суть її полягає в тому, що суб'єкти фінансового ринку, які ухвалюють управлінські рішення щодо вибору джерел фінансування, мають інформацію різних обсягів.

Для дослідження впливу структури капіталу суб'єкта господарювання на перспективи його фінансово-господарської діяльності найважливіше значення має

оцінка фінансового та комерційного ризику суб'єкта господарювання. Комерційний ризик полягає у негарантованості позитивного фінансового результату діяльності суб'єкта господарювання – наявності операційного та чистого прибутку за використання лише власних фінансових ресурсів. Фінансовий ризик – додатковий ризик, який виникає у власників капіталу внаслідок залучення позикового капіталу. Управління фінансовим ризиком для ухвалення рішень щодо структури капіталу відбувається на підставі механізму фінансового важеля (левериджу).

Ефект фінансового важеля (ЕФВ) – це приріст рентабельності власних коштів, який виникає завдяки використанню позикових коштів:

$$\text{ЕФВ} = (1 - \text{Сп}) \times (\text{ЕР} - \text{СРСП}) \times \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}}, \quad (8.4)$$

де ЕФВ – ефект фінансового важеля; Сп – ставка податку на прибуток підприємства; ЕР – економічна рентабельність; СРСП – фактичні фінансові витрати за користування кредитом; ПК – сума позикового капіталу, залученого підприємством; ВК – сума власного капіталу суб'єкта господарювання.

Проаналізуємо складові формули.

Податковий коректор фінансового важеля $(1 - \text{Сп})$ майже не залежить від діяльності підприємства, тому що ставку податку на прибуток визначають у законодавчому порядку. Водночас у процесі управління фінансовим важелем диференційований податковий коректор може бути використаний у таких випадках:

- а) якщо для різних видів діяльності підприємства визначені диференційовані ставки оподаткування прибутку;
- б) якщо для окремих видів діяльності підприємство використовує податкові пільги з прибутку;
- в) якщо окремі дочірні структури підприємства провадять діяльність у вільних економічних зонах країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;
- г) якщо структурні підрозділи підприємства провадять діяльність у державах із нижчим рівнем оподаткування прибутку.

У цих випадках, впливаючи на галузеву або регіональну структуру виробництва (а відповідно, і на склад прибутку за рівнем його оподаткування), можна через зниження середньої ставки оподаткування прибутку підвищити вплив податкового коректора фінансового важеля на розмір ефекту (за інших однакових умов).

Диференціал фінансового важеля – це різниця між економічною рентабельністю активів і середньою відсотковою ставкою, яку сплачують за користування позиковими коштами. Вона є головною умовою формування додатного значення ефекту фінансового важеля. Цей ефект виявляється тільки в тому разі, коли обсяг валового прибутку, який генерують активи підприємства, перевищує середній розмір відсотків за залучений кредит (включаючи не тільки його пряму ставку, а й інші питомі витрати, пов'язані з залученням, страхуванням та обслуговуванням

коштів), тобто за умови додатного значення диференціала фінансового важеля. Чим вище додатне значення диференціала фінансового важеля, тим вищим, за інших однакових умов, буде його ефект.

У зв'язку з високою динамічністю цього показника він потребує постійного моніторингу управління ефектом фінансового важеля. Динаміка ЕФВ зумовлена дією низки чинників. Насамперед, у період погіршення кон'юнктури фінансового ринку (передусім, скорочення на ньому обсягу пропозиції вільного капіталу) вартість позикових коштів може різко зрости і перевищувати рівень валового прибутку, який генерують активи підприємства.

Крім того, унаслідок підвищення частки позикового капіталу зниження фінансової стійкості підприємства призводить до збільшення ризику його банкрутства, що змушує кредиторів збільшувати рівень відсоткової ставки за кредит з урахуванням включення в неї премії за додатковий фінансовий ризик. За певного рівня цього ризику (а відповідно, і рівня загальної відсоткової ставки за кредит) диференціал фінансового важеля може бути зведений до нуля (у цьому разі використання позикового капіталу не дасть приросту чистої рентабельності власного капіталу) і навіть мати від'ємне значення (яке знизить рентабельність власного капіталу, тому що частину чистого прибутку, яку генерує власний капітал, спрямовуватимуть на обслуговування мобілізованого позикового капіталу за високими відсотковими ставками).

Нарешті, у період погіршення кон'юнктури товарного ринку скорочується обсяг реалізації продукції, а відповідно й валовий прибуток підприємства від операційної діяльності. За цих умов від'ємний диференціал фінансового важеля може формуватися навіть за незмінних кредитних ставок унаслідок зниження коефіцієнта валової рентабельності активів (коефіцієнт валової рентабельності активів – це відношення валового прибутку підприємства до його активів).

Плече фінансового важеля мультиплікує позитивний або негативний ефект, який отримують з відповідного значення його диференціала. За додатного значення диференціала будь-який приріст коефіцієнта фінансового важеля викликатиме ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу (коефіцієнт рентабельності власного капіталу – це відношення чистого прибутку підприємства до власного капіталу), а в разі від'ємного значення диференціала приріст плеча фінансового важеля вестиме до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Інакше кажучи, приріст коефіцієнта фінансового важеля мультиплікує ще більший приріст його ефекту (позитивного або негативного залежно від додатного або від'ємного значення диференціала фінансового важеля). І навпаки, зниження коефіцієнта фінансового важеля призводитиме до зворотного результату, знижуючи ще більше його позитивний чи негативний ефект [11, с. 310].

Отже, за незмінного диференціала коефіцієнт фінансового важеля є головним генератором зростання суми і рівня співвідношення прибутку й власного капіталу

та фінансового ризику втрати прибутку. Аналогічно, у разі незмінного коефіцієнта фінансового важеля позитивна або негативна динаміка його диференціала генерує зростання суми і рівня прибутку на власний капітал і фінансовий ризик його втрати.

Знання механізму впливу фінансового важеля на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику дає змогу цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу підприємства.

Правила формування структури капіталу з використанням показника ЕФВ такі.

1. Якщо позика сприяє збільшенню рівня ЕФВ підприємства, то це вигідно. Однак водночас необхідно стежити за станом диференціала: у разі нарощування плеча фінансового важеля кредитор часто намагається компенсувати зростання ризику, підвищуючи ціну кредиту.
2. Ризик кредитора виражено через значення диференціала: чим він більший, тим менший ризик, і навпаки.
3. Фінансовому менеджеру не варто збільшувати плече фінансового важеля будь-яким способом, треба регулювати його залежно від значення диференціала.
4. Диференціал не повинен бути від'ємним.
5. Розмір плеча фінансового важеля свідчить про ступінь ризику, пов'язаного з підприємством. Чим він більший, тим вищий ризик. Зі збільшенням обсягу позикових коштів виникає проблема виплати відсотків і повернення кредиту, що веде до зниження ліквідності. Однак, якщо підприємство намагається обійтися лише власними коштами, то це зменшує його дивідендні можливості і провокує акціонерів відмовлятися від продажу акцій цього підприємства (виникає акціонерний ризик); як наслідок – знижується його ринкова вартість.

Багато економістів вважає, що "золота середина" ЕФВ = 30 – 50 %, тобто ЕФВ оптимально повинен дорівнювати $1/3$ ($=1/2$ рівня ЕР). Тоді він може компенсувати податкові витрати і забезпечити власним коштом достатню віддачу. За цього співвідношення ЕФВ і ЕР значно знижується акціонерний ризик. Наприклад, для досягнення 33% співвідношення між ЕФВ і ЕР (коли повністю використовують можливості податкової економії, але не перекомпенсують) бажано мати:

плече фінансового важеля 0,75 за $ЕР = 3 \times \text{СРСП}$;

плече фінансового важеля 1 за $ЕР = 2 \times \text{СРСП}$;

плече фінансового важеля 1,5 за $ЕР = 1,5 \times \text{СРСП}$.

Менеджер повинен проводити збалансовану політику фінансування бізнесу, свідомо поєднуючи користь і ризик від позикових коштів. Необхідно знайти таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого вартість бізнесу буде найвищою.

Фінансовий менеджер, оцінюючи спільний вплив фінансового та виробничого важелів на діяльність суб'єкта господарювання, повинен враховувати, що однакового значення комбінованого ефекту досягають за трьох різних варіантів поєднання сили впливу виробничого та фінансового важелів: однакової дії обох

важелів; сильного впливу дії виробничого важеля та слабого впливу фінансового важеля; сильного впливу фінансового за слабкої дії виробничого важеля. Високі значення одночасно операційного та фінансового важеля є загрозою для функціонування суб'єкта господарювання, оскільки взаємовплив фінансового та комерційного ризику посилюють негативні наслідки для роботи підприємства.

Зазначимо, що фінансові рішення щодо структури капіталу – це вибір компромісу між ризиком і прибутковістю:

- збільшення частки позикового капіталу посилює нестабільність значень чистого грошового потоку, тобто підвищує ризик;
- вище значення частки позикового капіталу забезпечує більшу прибутковість на власний капітал.

Вибір впливає також на ринкову оцінку акцій та акціонерного капіталу: високий ризик призводить до зниження ціни акцій, а висока очікувана прибутковість підвищує їхню ціну.

Метою управління структурою капіталу є мінімізація витрат щодо залучення довготермінових джерел фінансування і, відповідно, забезпечення власникам капіталу максимальної ринкової оцінки вкладених ними коштів.

Під *оптимальною структурою капіталу* розуміють таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, яке забезпечує оптимальне поєднання ризику й дохідності (прибутковості), а отже, максимізує ціну акцій (або ринкову ціну всього капіталу).

Раціональна структура капіталу створює умови для підвищення курсової різниці акцій і зростання добробуту власників.

Останніми роками теорія структури джерел фінансування розвивається в напрямі дослідження внутрішньокорпоративних агентських відносин (відносин власники – менеджери) та їхнього впливу на формування структури капіталу. Автори цих моделей намагаються враховувати реальну ситуацію фінансового ринку, проте практика засвідчує, що нема єдиного ефективного співвідношення власного і позикового фінансування не лише для однотипних підприємств конкретних організаційно-правових форм чи галузей діяльності, а й для одного суб'єкта господарювання на різних стадіях життєвого циклу і за різної кон'юнктури внутрішнього та світового фінансового ринків. Водночас існує низка причин об'єктивного та суб'єктивного характеру, урахування яких дає змогу цілеспрямовано визначати структуру джерел фінансування, забезпечуючи умови найефективнішого використання фінансових ресурсів на кожному конкретному підприємстві.

Вітчизняні вчені виділяють такі головні чинники впливу на структуру капіталу підприємства: особливості його господарської діяльності, стадія життєвого циклу суб'єкта господарювання, рівень рентабельності та умови оподаткування прибутку, кон'юнктура фінансового та товарного ринків, кредитний рейтинг, частка власного капіталу підприємства у структурі джерел його фінансування та фінансовий менталітет його керівництва.

У процесі формування структури фінансового капіталу суб'єкта господарювання його менеджери повинні враховувати структуру активів підприємства, зокрема, рівень їхньої ліквідності; окрім оподаткування прибутку корпоративного сектора, доцільно зважати на рівень оподаткування доходів фізичних та юридичних осіб від володіння всіма видами цінних паперів (боргових і корпоративних фінансових інструментів), стан фінансових ринків у середині країни та за кордоном (особливо це актуально для корпорацій, які планують публічне розміщення акцій на зарубіжних фондових ринках).

Підприємство, яке використовує позиковий капітал, збільшує або зменшує рентабельність власних коштів залежно від співвідношення власних і позикових коштів у пасиві та від розміру відсоткової ставки за користування банківським фінансуванням. *Рентабельність власних коштів* фактично відображає межу потенційного розвитку виробництва. Її розраховують за формулою

$$РВК = (1 - Сп) \times ЕР + ЕФВ, \quad (8.5)$$

де РВК – рентабельність власних коштів; Сп – ставка податку на прибуток підприємства; ЕР – економічна рентабельність; ЕФВ – ефект фінансового важеля.

Власні кошти підприємства розподіляють залежно від інвестиційних планів та дивідендної політики підприємств на реінвестування прибутку чи виплати акціонерам. *Внутрішні темпи розвитку* відображають відсоток реінвестування прибутку:

$$ВТР = РВК \times (1 - НРП), \quad (8.6)$$

де ВТР – внутрішні темпи розвитку; РВК – рентабельність власних коштів; НРП – норма розподілу прибутку.

Норма розподілу виявляє, яку частину прибутку виплачують у вигляді дивідендів власникам корпоративних прав:

$$НРП = \frac{Д}{ЧП}, \quad (8.7)$$

де НРП – норма розподілу прибутку; Д – сума виплачених підприємством дивідендів (за простими та привілейованими акціями); ЧП – сума чистого прибутку підприємства.

Можливі такі варіанти розподілу прибутку:

- 1) Прибуток = Дивіденди; НРП = 1, ВТР = 0;
- 2) Прибуток = Реінвестиції (капіталізація); НРП = 0, ВТР = РВК;
- 3) Прибуток \geq Реінвестиції (капіталізація) : Дивіденди = 0,5 : 0,5 ; ВТР = РВК(1-0,5) = 0,5РВК.

Вплив головних чинників зовнішнього та внутрішнього середовища на структуру капіталу підприємства відображено в табл. 8.6.

Таблиця 8.6

Чинники впливу на структуру капіталу підприємства [13, с. 312]

Чинники впливу	Характер впливу чинника на структуру джерел фінансування суб'єкта господарювання
1	2
Внутрішнє середовище	
<i>Особливості операційної діяльності підприємства (галузь основної діяльності підприємства і тривалість операційного циклу)</i>	Суб'єкти господарювання з тривалим операційним циклом повинні залучати більше власний капітал і довготермінове позикове фінансування. Зазвичай, підприємства, які працюють у галузях з високим рівнем фондомісткості та значною часткою необоротних активів у структурі активів, мають порівняно нижчий кредитний рейтинг, тому повинні більше орієнтуватися на залучення власного капіталу
<i>Якість і ліквідність активів підприємства</i>	Якість активів підприємства, які можуть бути передані в заставу потенційним кредиторам, визначає обсяг та ціну боргового фінансування. Суб'єкти господарювання, які володіють ліквідними активами, більш фінансово гнучкі, оскільки мають змогу швидко конвертувати власні активи в готівку
<i>Стадія життєвого циклу суб'єкта господарювання</i>	Підприємства, які перебувають на етапі зростання, та зрілі підприємства, які випускають конкурентоспроможну продукцію, можуть розширювати діяльність завдяки позиковим фінансовим ресурсам. Для новостворених підприємств позиковий капітал може бути до рожчим, ніж для зрілих, оскільки вищим є рівень ризику кредиторів такого суб'єкта господарювання. Підприємства, що перебувають на етапі зрілості, повинні більше використовувати власні фінансові ресурси, зокрема, внутрішні, оскільки емісію акцій для розширення фінансової бази зрілими підприємствами інвестори можуть сприймати з певною пересторогою
<i>Рівень рентабельності операційної діяльності</i>	Достатній обсяг прибутку від основної діяльності дає змогу певну його частину реінвестувати для задоволення виробничих потреб зрілого підприємства, тобто використовувати власні фінансові ресурси суб'єкта господарювання. Водночас прибутковість операційної діяльності підвищує кредитний рейтинг підприємства, тобто збільшує потенціал розширення бази фінансових ресурсів завдяки борговому фінансуванню
<i>Вплив операційного та фінансового важелів</i>	Зростання загального обсягу прибутку суб'єкта господарювання визначають спільним впливом ефектів виробничого та фінансового важелів, тому підприємства, для яких сила впливу виробничого важеля через галузеві особливості діяльності є нижчою, а обсяг випуску і реалізації продукції зростає, мають змогу (за інших однакових умов) збільшувати коефіцієнт фінансового важеля, тобто залучати більші обсяги боргового фінансування

Продовження табл. 8.6

1	2
<i>Кредитна історія та репутація позичальника</i>	Високий кредитний рейтинг розширює доступ підприємства до зовнішніх джерел фінансування. Репутація ненадійного позичальника та негативна кредитна історія не дають змоги підприємству розширювати базу фінансових ресурсів завдяки позиковому фінансуванню і водночас знижують його фінансову гнучкість, обмежуючи можливості оперативної мобілізації необхідних обсягів фінансування
<i>Фінансовий менталітет власників і менеджерів підприємства</i>	Консервативний підхід менеджерів та власників до фінансування виробничої діяльності підприємства передбачає мінімізацію фінансового ризику та, відповідно, фінансування підприємства переважно з власних коштів суб'єкта господарювання. Орієнтація менеджменту та власників на швидке отримання прибутку (агресивний підхід до фінансування) передбачатиме максимально можливе збільшення частки зовнішнього боргового капіталу у структурі джерел фінансових ресурсів підприємства
<i>Необхідність забезпечення перспективної кредитомісткості</i>	Вищі передбачувані потреби в борговому фінансуванні в майбутньому обмежують можливості використання цього джерела фінансових ресурсів у поточний момент
<i>Рівень концентрації власного капіталу</i>	Для збереження контролю власників над підприємством залучення додаткового зовнішнього капіталу через емісію корпоративних прав повинно відбуватися з урахуванням можливості переходу контрольного пакета акцій підприємства новим інвесторам. Тому за потреби в значних обсягах фінансування перевагу надають борговому капіталу
Зовнішнє середовище	
<i>Вартість залучення фінансування з різних джерел</i>	Ставки відсотків за позиковим капіталом (кредитами й облигаційними позиками на національному та міжнародному фінансових ринках) і необхідність виплати дивідендів визначають доступність джерел фінансування та мінімальну середню рентабельність проектів, які реалізує підприємство
<i>Кон'юнктура товарного ринку</i>	Передбачуваність змін попиту на продукцію підприємства та стабільність кон'юнктури товарного ринку дає змогу суб'єкту господарювання без значного зростання рівня фінансового ризику залучати позикове фінансування, а за несприятливої кон'юнктури цього ринку скорочувати обсяги реалізації продукції, що знижує рівень рентабельності та, відповідно, у разі зростання частки боргового фінансування в структурі капіталу підвищує ризик втрати платоспроможності й банкрутства суб'єкта господарювання
<i>Кон'юнктура фінансового ринку (у тому числі міжнародного)</i>	Від стану кон'юнктури цього ринку залежить вартість довго- і короткотермінового позикового капіталу. За умов дефіцитності ресурсів фінансового ринку зростають вимоги потенційних інвесторів-суб'єктів цього ринку до норми прибутковості на інвестований капітал. У разі значного зростання вартості боргового фінансування диференціал фінансового важеля підприємства може набувати від'ємного значення та генерувати збитки від операційної діяльності суб'єкта господарювання

Закінчення табл. 8.6

1	2
Державне регулювання та контроль бізнес-процесів	За умов помірного державного контролю, сприятливого законодавчого регулювання і простої дозвільної системи розширюються можливості мобілізації фінансування суб'єктами господарювання
Рівень оподаткування прибутку підприємств	За низьких ставок оподаткування прибутку підприємств чи пільгового оподаткування конкретного суб'єкта господарювання податкова економія від використання позикового фінансування не така значна, тому більш доцільним є залучення капіталу завдяки емісії корпоративних прав. Водночас за високих ставок оподаткування через зменшення значення податкового коректора ефекту фінансового важеля вигіднішим для підприємства, з погляду податкової економії, є залучення боргового капіталу
Рівень оподаткування доходу фізичних та юридичних осіб-інвесторів від володіння цінними паперами	Низький рівень податкових ставок чи відсутність оподаткування доходу від операцій з цінними паперами з боку інвесторів (фізичних і юридичних осіб) стимулює розвиток фондового ринку та поживляє інвестиційні процеси на макrorівні, оскільки пришвидшує трансформацію вільних фінансових ресурсів підприємств і заощаджень населення в інвестиційний капітал суб'єктів господарювання

Отже, головною метою фінансового менеджера в управлінні фінансовими ресурсами підприємств є формування капіталу за найнижчою ціною з одночасною підтримкою кредитної репутації на достатньому рівні, щоб забезпечити зростання вартості бізнесу.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Що таке капітал підприємства? Яких форм він може набувати?
2. Назвіть та проаналізуйте характеристики капіталу.
3. Розкрийте класифікаційну структуру капіталу підприємства за різними ознаками.
4. Перелічіть головні переваги та недоліки використання позикового і власного капіталу для фінансування господарської діяльності підприємств.
5. Розкрийте зміст категорії структури капіталу.
6. Визначте головні чинники і характер їхнього впливу на структуру капіталу суб'єкта господарювання.
7. Поясніть вплив комерційного і фінансового ризику на формування структури джерел фінансування підприємств.
8. Охарактеризуйте головні показники оцінки капіталу підприємства.
9. Розкрийте сутність середньозваженої вартості капіталу та поясніть алгоритм розрахунку цього показника.
10. Наведіть правила формування капіталу підприємства з використанням ефекту фінансового важеля.



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

1. Капітал підприємства – це ...

- 1) вартісна оцінка майна підприємства, яке можна використати на господарські потреби;
- 2) розмір сформованого статутного капіталу підприємства;
- 3) вартість виробничого устаткування підприємства;
- 4) кошти підприємства.

2. Відповідно до цілей використання виділяють капітал ...

- 1) вітчизняний, іноземний;
- 2) приватний, державний;
- 3) акціонерний, пайовий, індивідуальний;
- 4) продуктивний, позиковий, спекулятивний.

3. За формами власності на капітал його класифікують на ...

- 1) державний, міжнародний, світовий;
- 2) приватний, державний, колективний;
- 3) пайовий, індивідуальний;
- 4) національний, монокапітал, мультикапітал.

4. Позиковий капітал – це ...

- 1) кошти, які залучають для фінансування господарської діяльності на безповоротних засадах;
- 2) довготермінова дебіторська заборгованість підприємства;
- 3) кошти, які залучають для фінансування господарської діяльності на принципах строковості, повернення і платності;
- 4) відтерміновані податкові активи підприємства.

5. До переваг використання позикового капіталу у діяльності підприємства можна зачислити ...

- 1) широкі можливості залучення; забезпечення зростання фінансового потенціалу підприємства за потреби розширення його активів;
- 2) приріст фінансової рентабельності підприємства;
- 3) нижчу вартість завдяки вилученню витрат на обслуговування позикових коштів з бази оподаткування прибутку;
- 4) усе перелічене.

6. Загальна сума коштів, яку треба сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, має назву ...

- 1) ціна капіталу;
- 2) витрати на капітал;
- 3) рентабельність капіталу;
- 4) ефект фінансового важеля.

7. Механізм фінансового важеля використовують для оптимізації структури капіталу підприємства за критерієм ...

- 1) максимізації рентабельності власного капіталу;
- 2) максимізації рентабельності активів;
- 3) мінімізації середньозваженої вартості капіталу;
- 4) максимізації середньозваженої вартості капіталу.

8. Внутрішні темпи розвитку підприємства визначають за формулою ...

- 1) $ВТР = РВК \times (1 + НРП)$;
- 2) $ВТР = \frac{РВК}{1 - НРП}$;
- 3) $ВТР = РВК \times (1 - НРП)$;
- 4) $ВТР = \frac{РВК}{1 + НРП}$.

9. Рентабельність власного капіталу обчислюють за формулою ...

- 1) $РВК = (1 - Сп) \times ЕР + ЕФВ$;
- 2) $РВК = (1 - Сп) \times ЕР - ЕФВ$;
- 3) $РВК = (1 - Сп) \times ЕР - ЕФВ \times \frac{Поз.К}{Вл.К}$;
- 4) $РВК = (1 - Сп) \times ЕР + ЕФВ \times \frac{Поз.К}{Вл.К}$.

10. Норма розподілу прибутку в разі визначення внутрішніх темпів розвитку підприємства відображає ...

- 1) частку дивідендних виплат у прибутку;
- 2) співвідношення прибутку і суми дивідендів;
- 3) частку податку на прибуток у розмірі чистого прибутку підприємства;
- 4) усе перелічене.

**ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ**

Задача 1. Прибуток фірми до сплати відсотків і податку становить 4 400 грн. Вартість усіх її активів – 25 000 грн. Обсяг позикового капіталу – 15 000 грн, фінансові витрати за користування ним становлять 2 400 грн. Розрахуйте рентабельність власних коштів фірми.

Задача 2. Розмір капіталу підприємства в минулому періоді становив 200 000 грн (120 000 грн – прості акції, 50 000 грн – привілейовані акції, решта – кредитні ресурси). У поточному періоді вартість капіталу підприємства знизилася до 150 000 грн

(вартість привілейованих акцій знизилась на 80 %, а розмір кредитних ресурсів зменшився наполовину). Сума виплачених дивідендів за простими акціями в минулому періоді становила 5 тис. грн, а в поточному знизилась на 10 %. Ставка дивідендів за привілейованими акціями становить 12 %, ставка відсотка за кредитними ресурсами – 20 % річних у минулому періоді, у поточному – зросла до 25 %. Проаналізуйте динаміку середньозваженої вартості капіталу підприємства.

Задача 3. Економічна рентабельність фірми – 20 %, ефект фінансового важеля – на рівні 15 %. Прибуток фірми становить 800 грн. Якою повинна бути норма розподілу прибутку, щоб внутрішні темпи зростання фірми досягнули 10 %?

Задача 4. Капітал підприємства в поточному періоді становив 120 тис. грн, у тому числі 85 тис. грн – прості акції, 15 тис. – привілейовані акції, 20 тис. грн – позиковий капітал. У наступному періоді передбачено збільшення капіталу підприємства на 50 %, причому розмір позикового капіталу знизиться на 20 %, а кількість привілейованих акцій не зміниться. У поточному році підприємство виплатило дивідендів за простими акціями на суму 10 тис. грн, а в наступному періоді планує збільшити виплату на 25 %. Ставка дивідендів за привілейованими акціями становить 25 %, а ставка відсотка за позиковим капіталом підприємства – 18 % річних. Нетто-результат експлуатації інвестицій в поточному періоді становив 15 тис. грн, прогнозовано, що в наступному періоді він зросте на 15 %. Прибуток суб'єктів господарювання в поточному періоді оподатковували за ставкою 18 %, в наступному вона знизиться до 17 %. Проаналізуйте динаміку середньозваженої вартості капіталу та ефекту фінансового важеля підприємства.

Задача 5. Розрахуйте внутрішні темпи розвитку фірми за умови, що позичені кошти становлять 400 тис. грн, власні – 100 тис. грн, нетто-результат експлуатації інвестицій – 70 тис. грн, у тім числі як дивіденди виплачено 15 тис. грн. Ставка за користування позиченими коштами – 10 %.

Задача 6. Обчисліть та проаналізуйте динаміку ціни капіталу, ефекту фінансового важеля, рентабельності власних коштів, внутрішніх темпів розвитку та норми розподілу прибутку на підставі даних, наведених у таблиці:

Показник	Поточний період	Наступний період
Капітал, у тім числі	200 000 грн	(+) 25 %
- прості акції	90 000 грн	
- привілейовані акції	35 000 грн	
- короткострокові позики	25 000 грн	(-) 10 %
- довгострокові зобов'язання		
Дивіденди за простими акціями	15 000 грн	(+) 20 %
Дивіденди за привілейованими акціями	8750 грн	(+) 5 %
Середньорічна ставка відсотків за позиками	16.00 %	17.00 %
Нетто-результат експлуатації інвестицій	34 000 грн	(+) 10 %



ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України "Про акціонерні товариства" від 17.09.2008, № 514-VI / Верховна Рада України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>
2. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента : учеб. пособие / И. А. Бланк. – Киев : Ника-Центр, 1999. – Т. 1. – 592 с.
3. Бланк И. А. Управление формированием капитала : учеб. пособие / И. А. Бланк. – Киев : Ника-Центр, 2000. – 443 с.
4. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. Н. Барышниковой. – М. : ЗАО "Олимп-Бизнес", 2008. – 1008 с.
5. Брігхем Є. Ф. Основи фінансового менеджменту / Пер. з англ. В. Ф. Овсієнка та В. Я. Мусієнка. – К. : Молодь, 1997. – 1000 с.
6. Воробьев Ю. Н. Капитал предпринимательских структур в системе финансового менеджмента : монография / Ю. Н. Воробьев. — Симферополь : Таврия, 2000. – 324 с.
7. Воробьев Ю. Н. Финансовый капитал предприятий : монография / Ю. Н. Воробьев. – Симферополь : Таврия, 2002. – 363 с.
8. Герасимчук З. В. Фінансовий менеджмент : навч. посібник / З. В. Герасимчук, І. М. Вахович ; 2-ге вид., перероб. і доп. – Луцьк : Надстир'я, 2007. – 412 с.
9. Господарський кодекс України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.
10. Наказ Міністерства фінансів України "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 "Загальні вимоги до фінансової звітності" від 7 лютого 2013 р., № 73 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>.
11. Рубаха М. Теоретичні аспекти визначення сутності категорії "капітал" / М. Рубаха // Вісник Львів. ун-ту. Сер. екон. – 2010. – Вип. 44. – С. 576–586.
12. Рубаха М. Класифікаційна характеристика структурних елементів капіталу підприємства / М. Рубаха // Формування ринкової економіки. – 2010. – Вип. 22. – С. 418–427.
13. Рубаха М. Анализ рисков и факторов формирования структуры финансового капитала субъектов предпринимательства / М. Рубаха // Бізнес-інформ. – 2013. – № 9. – С. 308–313.
14. Рясних Є. Г. Основи фінансового менеджменту : навч. посібник / Є. Г. Рясних. – К. : Скарби, 2003. – 238 с.
15. Швиданенко Г. О. Управління капіталом підприємства : навч. посібник / Г. О. Швиданенко, Н. В. Шевчук. – К. : КНЕУ, 2007. – 440 с.

16. Hunt, Pearson, Charles M. Williams & Gordon Donaldson / Basic Business Finance: Text and Cases. Published by Richard D. Irwin, Inc., 1963. – P. 81.
17. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. Miller // Amer. Econ. Rev. – 1958. – June. – P. 261–297.
18. Myers S. C. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have / S. C. Myers, N. S. Majluf // J. of Financial Economics. – 1984. – Vol. 13 (2). – P. 187–221.



- 9.1. Джерела формування інвестиційних ресурсів підприємства.
- 9.2. Управління реальними інвестиціями.
- 9.3. Методи оцінювання інвестиційних проектів.
- 9.4. Управління фінансовими інвестиціями.
- 9.5. Види портфеля цінних паперів і принципи його формування.

9.1. Джерела формування інвестиційних ресурсів підприємства

На сучасному етапі щораз більше суб'єктів господарювання усвідомлюють необхідність перспективного управління інвестиційною діяльністю на підставі наукової методології передбачення її напрямів і форм, адаптації до загальних цілей розвитку підприємства й умов зовнішнього динамічного інвестиційного середовища. Інвестиційна діяльність є тривалим процесом, тому її повинні проводити з урахуванням певної перспективної спрямованості. Ефективним інструментом перспективного управління інвестиційною діяльністю, спрямованим на реалізацію цілей її загального розвитку в умовах суттєвих змін макроекономічних показників, системи державного регулювання ринкових процесів, кон'юнктури інвестиційного ринку і пов'язаною з цим невизначеністю, є інвестиційна стратегія. Формування напрямів інвестиційної діяльності, системи її довготермінових цілей та вибір найефективніших способів досягнення цього з урахуванням перспективи передбачає розроблення інвестиційної стратегії.

Інвестиційну діяльність підприємства визначають як об'єктивний процес, який має свою логіку і розвивається відповідно до характерних для нього закономірностей та відіграє важливу роль у господарській діяльності, оскільки за економічною природою інвестиції означають відмову від сьогочасного споживання заради одержання прибутків у майбутньому.

У разі визначення доцільності інвестицій або безпосередньо в процесі інвестування коштів суб'єкти підприємницької діяльності постійно оцінюють дохідність вкладень та розраховують відповідність між ступенем ризику і рівнем доходу за інвестиціями.

Усі розрахунки та оцінки інвестованих коштів обов'язково проводять з урахуванням часового чинника, оскільки інвестиційний процес та отримання прибутку від вкладення коштів пропорційні не тільки до ступеня ризику, а й до терміну інвестицій та обсягу інвестованих коштів. Головні параметри цих розрахунків такі:

- початкова сума інвестованих коштів;
- нарощена сума, яку отримують після закінчення терміну інвестування і яка охоплює початково інвестовану суму та плату за її використання, тобто загальну суму відсоткових виплат;
- відсоткова ставка – це ціна, яку сплачує позичальник інвестору-кредитору за користування його коштами. У разі ефективного використання коштів ця ставка має бути меншою від ставки прибутку, що його отримує позичальник від інвестування залучених коштів у виробництво чи у фінансові операції;
- термін інвестицій, який переважно подають у вигляді періодів, протягом кожного з яких нараховують відсоткову ставку за користування коштами.

Формування необхідних інвестиційних ресурсів, що забезпечують фінансування інвестиційної діяльності підприємства, входить до системи стратегічних цілей його розвитку. Для забезпечення ефективного управління цим процесом на підприємстві розробляють спеціальну інвестиційну політику, спрямовану на формування інвестиційних ресурсів з різних джерел відповідно до потреб його розвитку в майбутньому періоді.

Політика формування інвестиційних ресурсів є частиною загальної інвестиційної стратегії підприємства, що полягає в забезпеченні необхідного рівня самофінансування інвестиційної діяльності та найефективніших форм залучення позикового капіталу з різних джерел для реалізації інвестицій.

Розроблення політики формування власних інвестиційних ресурсів підприємства передбачає послідовність таких головних етапів (рис. 9.1).

1. Аналіз формування інвестиційних ресурсів підприємства в попередньому періоді. Метою такого аналізу є виявлення потенціалу формування інвестиційних ресурсів і його відповідності обсягу планованих інвестицій.

Зокрема:

- вивчають динаміку загального обсягу формування інвестиційних ресурсів, темпи приросту активів і обсягу реалізованої продукції підприємства, динаміку питомої ваги власних і позикових коштів у загальній сумі капіталу, залученого в інвестиційних цілях;
- розглядають джерела формування власних інвестиційних ресурсів. Передусім вивчають співвідношення зовнішніх і внутрішніх джерел формування власних інвестиційних ресурсів, а також вартість залучення власного капіталу з різних джерел;
- оцінюють достатність власних інвестиційних ресурсів, сформованих на підприємстві в передплановому періоді. Критерієм такої оцінки є показник "коефіцієнт самофінансування інвестиційної діяльності підприємства", ди-



Рис. 9.1. Головні етапи формування інвестиційних ресурсів підприємства

наміка якого відображає тенденцію забезпеченості розвитку підприємства власними інвестиційними ресурсами;

- вивчають динаміку загального обсягу залучення позикових інвестиційних ресурсів у поточному періоді; темпи цієї динаміки зіставляють з темпами приросту суми власних інвестиційних ресурсів, обсягів інвестиційної діяльності, загальної суми активів підприємства;
- визначають головні форми залучення позикових інвестиційних ресурсів, аналізують у динаміці питому вагу сформованого фінансового, товарного та інших форм кредиту в загальному обсязі використання позикового капіталу;
- визначають співвідношення обсягів мобілізованих підприємством позикових інвестиційних ресурсів за періодами їхнього залучення. Для цього проводять відповідне групування позикового капіталу, вивчають динаміку співвідношення коротко- і довготермінових позикових інвестиційних ресур-

сів підприємства та їхню відповідність обсягові оборотних і необоротних активів, у які інвестують;

- вивчають склад конкретних кредиторів підприємства й умови надання ними різних форм фінансового і товарного (комерційного) кредитів, з позицій їхньої відповідності кон'юнктурі інвестиційного і товарного ринків;
- досліджують використання позикових інвестиційних ресурсів загалом і окремих їхніх форм на підприємстві. Для цього використовують показники оборотності та рентабельності позикового капіталу. Першу групу цих показників зіставляють у процесі аналізу з середнім періодом обороту власного капіталу.

Результати виконаного аналізу слугують основою оцінки оптимальності формування інвестиційних ресурсів на підприємстві в обсягах і формах, що склалися.

2. Визначення загального обсягу необхідних інвестиційних ресурсів. Загальну потребу в інвестиційних ресурсах підприємства розраховують на підставі планованого обсягу освоєння засобів у процесі реалізації окремих реальних інвестиційних проектів, а також планового приросту портфеля фінансових інвестицій. Обчислення виконують за такою формулою:

$$IP_0 = \sum_{i=1}^n PIP_i + \Delta\Phi I, \quad (9.1)$$

де IP_0 – загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів підприємства в плановому періоді; PIP_i – потреба в інвестиційних ресурсах для реалізації конкретних інвестиційних проектів на відповідній стадії інвестиційного процесу; $\Delta\Phi I$ – обсяг приросту портфеля фінансових інвестицій підприємства, що передбачають; n – кількість реалізовуваних у плановому періоді інвестиційних проектів підприємства [8, с. 165].

3. Вибір ефективних схем фінансування окремих реальних інвестиційних проектів. На цьому етапі за кожним інвестиційним проектом обґрунтовують конкретну схему фінансування робіт для його реалізації, яка найбільше відповідає цілям інвестування, термінам виконання і загальному обсягу необхідних інвестиційних ресурсів.

4. Забезпечення максимального обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів з внутрішніх джерел. Перш ніж звертатися до зовнішніх джерел формування власних інвестиційних ресурсів, потрібно реалізувати всі можливості їхнього формування з внутрішніх джерел. Оскільки головними внутрішніми джерелами формування власних інвестиційних ресурсів підприємства є сума реінвестованого чистого прибутку й амортизаційних відрахувань, то передусім необхідно в процесі планування цих показників передбачити можливості їхнього зростання з різних резервів.

Метод прискореної амортизації активної частини основних засобів збільшує можливості формування власних інвестиційних ресурсів з цього джерела. Однак треба пам'ятати, що зростання суми амортизаційних відрахувань у процесі проведення прискореної амортизації окремих видів основних засобів приводить до відповідного зменшення загальної суми прибутку і, відповідно, обсягу реінвестованої його частини. Тому в ході дослідження резервів зростання власних фінансових ресурсів з внутрішніх джерел доцільно виходити з необхідності максимізації їхньої сукупної суми, тобто з такого критерію:

$$\text{ЧПр} = \text{AB} \Rightarrow \text{ВІР}_{\text{max}} \quad (9.2)$$

де ЧПр – планована сума реінвестованого чистого прибутку підприємства; АВ – планована сума амортизаційних відрахувань; ВІР_{max} – максимальна сума власних інвестиційних ресурсів, сформованих з внутрішніх джерел [8, с. 167].

5. Забезпечення необхідного обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел. Обсяг залучення власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел покликаний забезпечити ту їхню частину, яку не вдалося сформувати з внутрішніх джерел фінансування. Якщо сума залучених власних інвестиційних ресурсів повністю забезпечує загальну потребу в них у плановому періоді, то в залученні цих ресурсів із зовнішніх джерел немає потреби.

Потребу в залученні власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел розраховують за такою формулою:

$$\Delta \text{ВІР}_{\text{зовн}} = \text{Пвір} - \Delta \text{ВІР}_{\text{вн}}, \quad (9.3)$$

де $\Delta \text{ВІР}_{\text{зовн}}$ – потреба в залученні власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел; Пвір – загальна потреба у власних інвестиційних ресурсах підприємства в планованому періоді; $\Delta \text{ВІР}_{\text{вн}}$ – сума власних інвестиційних ресурсів, запланованих до залучення з внутрішніх джерел [8, с. 169].

Задоволення потреби у власних інвестиційних ресурсах із зовнішніх джерел планують забезпечити завдяки залученню додаткового пайового капіталу (власників або інших інвесторів), додаткової емісії акцій або з інших джерел.

6. Визначення граничного обсягу залучення позикових інвестиційних ресурсів. Максимальний обсяг цього залучення зумовлений двома головними умовами:

- а) граничний ефект фінансового важеля. Оскільки обсяг власних інвестиційних ресурсів формують на попередньому етапі, то загальну суму використаного власного капіталу можна визначити наперед. Стосовно неї розраховують коефіцієнт фінансового важеля (коефіцієнт фінансування), за якого його ефект буде максимальним. З урахуванням суми власного капіталу в майбутньому періоді і розрахованого коефіцієнта фінансового важеля обчислюють граничний обсяг позикових коштів, що забезпечує ефективне використання власного капіталу;

б) забезпечення достатньої фінансової стійкості підприємства. Її треба оцінювати не тільки з позицій самого підприємства, а й з позицій можливих його кредиторів, що забезпечить згодом зниження вартості залучення позикових інвестиційних ресурсів.

З урахуванням цих вимог підприємство визначає ліміт використання позикових коштів в інвестиційній діяльності.

7. Визначення співвідношення обсягу позикових інвестиційних ресурсів, які залучають на коротко- і довготермінових засадах. Розрахунок потреби в обсягах коротко- і довготермінових позикових коштів ґрунтується на інвестиційних цілях їхнього використання в майбутньому періоді. На довготерміновий період (понад рік) позикові інвестиційні ресурси залучають, зазвичай, для розширення обсягу основних засобів і формування дефіцитного загального обсягу інвестиційних ресурсів (хоча за консервативного підходу до фінансування активів позикові інвестиційні ресурси залучають на довготермінових засадах і для забезпечення формування оборотних активів). На короткотерміновий період позикові інвестиційні ресурси мобілізують для решти інвестиційних цілей їхнього використання.

Розрахунок необхідного обсягу позикових інвестиційних ресурсів у рамках кожного періоду виконують у розрізі окремих цільових напрямів їхнього майбутнього використання. Метою цих розрахунків є визначення термінів використання позикових інвестиційних ресурсів, які залучають, для оптимізації співвідношення довго- і короткотермінових їхніх видів. У процесі цих розрахунків визначають повний і середній термін використання позикових інвестиційних ресурсів.

Повний термін використання позикових інвестиційних ресурсів є періодом від початку їхнього надходження до остаточного погашення всієї суми боргу. Він охоплює три тимчасові періоди:

- а) термін корисного використання – це період, протягом якого підприємство безпосередньо використовує надані позикові кошти в інвестиційній діяльності;
- б) пільговий період – це період з моменту закінчення корисного використання позикових інвестиційних ресурсів до початку погашення боргу. Він слугує резервом часу для акумуляції необхідних фінансових коштів;
- в) термін погашення – це період, протягом якого повністю виплачують основний борг і відсотки за використання позикових інвестиційних ресурсів. Цей показник застосовують у тих випадках, коли виплата основного боргу і відсотків відбувається не одномоментно після закінчення терміну використання позикових інвестиційних ресурсів, а частинами протягом певного періоду за узгодженим графіком. Повний термін використання позикових інвестиційних ресурсів визначають у розрізі перелічених елементів на підставі цілей їхнього використання на практиці і терміну погашення.

Середній термін використання позикових інвестиційних ресурсів є середнім розрахунковим періодом, протягом якого їх використовують на підприємстві. Його визначають за формулою

$$\text{СТВ}_{\text{пір}} = \frac{\text{ТКВ}_{\text{пір}}}{2} + \text{ПП} + \frac{\text{ТП}}{2}, \quad (9.4)$$

де $\text{СТВ}_{\text{пір}}$ – середній термін використання позикових інвестиційних ресурсів; $\text{ТКВ}_{\text{пір}}$ – термін корисного використання позикових інвестиційних ресурсів; ПП – пільговий період; ТП – термін погашення. Середній термін використання позикових інвестиційних ресурсів визначають за кожним цільовим напрямом залучення цих коштів; за обсягом їхнього залучення на коротко- і довготермінових засадах; за сумою позикових інвестиційних ресурсів загалом.

Співвідношення позикових інвестиційних ресурсів, які залучають на коротко- і довготермінових засадах, може бути оптимізоване також з урахуванням вартості їхнього залучення.

8. Забезпечення мінімізації вартості залучення інвестиційних ресурсів з різних джерел. На цьому етапі формування політики послідовно вирішують завдання з визначення форм залучення необхідного капіталу (передусім позикових фінансових ресурсів), визначення складу основних кредиторів і формування ефективних умов залучення кредитів.

Форми залучення позикових інвестиційних ресурсів підприємства диференціюють у розрізі фінансового кредиту, товарного (комерційного) кредиту, інших форм. Підприємство обирає їх залежно від цілей і специфіки інвестиційної діяльності.

Склад головних кредиторів підприємства визначений формами залучення позикових інвестиційних ресурсів. Головними кредиторами підприємства є, звичайно, постачальники капітальних товарів, сировини, матеріалів тощо, з якими налагоджені тривалі комерційні зв'язки, а також комерційний банк, що забезпечує його розрахунково-касове обслуговування.

Формування ефективних умов залучення кредиту відбувається за такими параметрами: а) термін надання кредиту; б) ставка відсотка за кредит; в) умови сплати відсотків; г) умови виплати основної суми боргу.

Термін надання кредиту є однією з визначальних умов його залучення. Оптимальним вважають термін надання кредиту, протягом якого повністю реалізують мету його залучення (наприклад, іпотечний кредит – на термін реалізації інвестиційного проекту; товарний кредит – на період повного використання сировини, матеріалів тощо). Ставку відсотка за кредит характеризують три основні параметри: форма, вигляд і обсяг.

Розмір ставки відсотка за кредит є визначальною умовою в разі оцінювання його вартості. За товарним кредитом він дорівнює розміру цінової знижки про-

давця у випадку негайного розрахунку за поставлену продукцію, вираженої в річному еквіваленті.

Умови виплати суми відсотка характеризує порядок цієї виплати. Такий порядок зводиться до трьох принципових варіантів: виплата всієї суми відсотка в момент надання кредиту; виплата суми відсотка рівномірними частинами; виплата всієї суми відсотка в момент сплати основної суми боргу (у разі погашення кредиту).

Умови виплати основної суми боргу характеризують періоди його повернення. Ці умови передбачають три принципові варіанти: часткове повернення основної суми боргу протягом загального періоду функціонування кредиту; повне повернення всієї суми боргу після закінчення терміну використання кредиту; повернення основної або частини суми боргу з наданням пільгового періоду після закінчення терміну корисного використання кредиту. За інших однакових умов третій варіант є для підприємства найліпший.

Інші умови, пов'язані з отриманням кредиту, можуть передбачати необхідність його страхування, виплати додаткової комісійної винагороди банку, різний рівень обсягу кредиту щодо суми застави тощо.

9. Оптимізація структури капіталу, який використовують в інвестиційному процесі на окремих його стадіях. Така оптимізація спрямована на забезпечення фінансової стійкості підприємства в процесі інвестиційної діяльності.

9.2. Управління реальними інвестиціями

Специфічний характер реального інвестування і його форм зумовлює певні особливості його реалізації на підприємстві. За високої інвестиційної активності підприємства для підвищення ефективності управління реальними інвестиціями розробляють спеціальну політику такого управління.

Реальне інвестування – це вкладення капіталу в реальні матеріальні (будівлі, споруди, устаткування, обладнання, приріст товарно-матеріальних запасів) та нематеріальні (ліцензії, патенти, права користування природними ресурсами, інші майнові права, інформаційні та комунікативні технології, науково-дослідні розробки) активи, пов'язані з веденням операційної діяльності суб'єктів господарювання, вирішення їхніх соціально-економічних та інших проблем.

Політика управління реальними інвестиціями є частиною загальної інвестиційної стратегії підприємства, вона забезпечує підготовку, оцінку і реалізацію найефективніших реальних інвестиційних проектів.

Процес формування політики управління реальними інвестиціями підприємства відбувається в розрізі таких етапів (рис. 9.2).

1. Аналіз стану реального інвестування в попередньому періоді. У цьому разі оцінюють рівень інвестиційної активності підприємства в попередньому періоді



Рис. 9.2. Етапи формування політики управління реальними інвестиціями

та ступінь завершеності початих раніше реальних інвестиційних проектів і програм, зокрема:

- вивчають динаміку загального обсягу інвестування капіталу у приріст реальних активів, питому вагу реального інвестування в загальному обсязі інвестицій підприємства у передплановому періоді;
- розглядають ступінь реалізації окремих інвестиційних проектів і програм, рівень освоєння інвестиційних ресурсів, передбачених на ці цілі, у розрізі об'єктів реального інвестування;

- визначають рівень завершеності початих раніше реальних інвестиційних проектів і програм, уточнюють необхідний обсяг інвестиційних ресурсів для повного їхнього завершення.

2. Визначення загального обсягу реального інвестування в майбутньому періоді. Основою визначення цього показника є планований обсяг приросту основних засобів підприємства в розрізі окремих їхніх видів, а також нематеріальних і оборотних активів, які забезпечують приріст обсягів його виробничо-комерційної діяльності. Розмір цього приросту уточнюють з урахуванням динаміки обсягу раніше незакінченого капітального будівництва (незавершених капітальних вкладень).

При цьому вивчають динаміку загального обсягу інвестування капіталу в приріст реальних активів, питому вагу реального інвестування в загальному обсязі інвестицій підприємства в передплановому періоді; розглядають ступінь реалізації окремих інвестиційних проектів і програм, рівень освоєння інвестиційних ресурсів, передбачених на ці цілі, у розрізі об'єктів реального інвестування; визначають рівень завершеності початих раніше реальних інвестиційних проектів і програм, уточнюють необхідний обсяг інвестиційних ресурсів для повного їхнього завершення.

3. Визначення форм реального інвестування. Ці форми визначають на засадах конкретних напрямів інвестиційної діяльності підприємства, забезпечуючи відтворення його основних засобів і нематеріальних активів, а також розширення обсягу власних оборотних активів.

4. Пошук окремих об'єктів інвестування й оцінка їхньої відповідності напрямам інвестиційної діяльності підприємства. У процесі реалізації цього напрямку інвестиційної політики вивчають поточну пропозицію на інвестиційному ринку; відбирають для вивчення окремі реальні інвестиційні об'єкти, що якнайповніше відповідають напрямам інвестиційної діяльності підприємства (її галузевої і регіональної диверсифікації); розглядають можливості й умови придбання окремих активів (техніки, технологій тощо) для оновлення складу видів, що діють; проводять ретельну експертизу відібраних об'єктів інвестування.

5. Підготовка бізнес-планів реальних інвестиційних проектів. Усі форми великих реальних інвестицій (окрім оновлення окремих видів механізмів і устаткування з огляду на їхнє зношення) розглядають як реальні інвестиційні проекти. Підготовка таких інвестиційних проектів потребує розроблення їхніх бізнес-планів у рамках самого підприємства. Для невеликих реальних інвестиційних проектів допустиме розроблення короткого варіанта бізнес-плану (з викладом тільки тих розділів, які прямо визначають доцільність їхнього виконання).

6. Забезпечення високої ефективності реальних інвестицій. Відібрані на попередньому етапі об'єкти інвестування аналізують з позиції їх економічної ефективності. У цьому разі для кожного об'єкта інвестування використовують конкретну методику оцінки ефективності. За наслідками оцінки виконують ранжування окремих інвестиційних проектів за критерієм їхньої ефективності (прибутковості).

За інших однакових умов для реалізації відбирають ті об'єкти реального інвестування, які забезпечують найбільшу прибутковість.

7. Забезпечення мінімізації рівня ризиків, пов'язаних з реальним інвестуванням. У процесі реалізації цього напряму інвестиційної політики повинні бути, передусім, ідентифіковані й оцінені ризики, властиві кожному конкретному об'єкту інвестування. За наслідками оцінки виконують ранжування окремих об'єктів інвестування за рівнем їхніх ризиків і відбирають для реалізації ті з них, які за інших однакових умов забезпечують мінімізацію інвестиційних ризиків. Разом з ризиками окремих об'єктів інвестування оцінюють інвестиційні ризики, пов'язані з реальним інвестуванням загалом. Цей напрям інвестиційної діяльності пов'язаний з "відпливом" власного капіталу в великих розмірах і, зазвичай, на тривалий період, що може призвести до зниження рівня платоспроможності підприємства за поточними зобов'язаннями. Крім того, окремі інвестиційні проекти часто фінансують завдяки залученню значного обсягу позикового капіталу, що може призвести до зниження фінансової стійкості підприємства в довготерміновому періоді. Тому в процесі формування інвестиційної політики треба насамперед спрогнозувати, як інвестиційні ризики вплинуть на прибутковість, платоспроможність і фінансову стійкість підприємства.

8. Забезпечення ліквідності об'єктів реального інвестування. У разі інвестування в реальні об'єкти треба передбачати, що через суттєві зміни зовнішнього інвестиційного середовища, кон'юнктури інвестиційного ринку або стратегії розвитку підприємства в майбутньому періоді по окремих об'єктах реального інвестування може різко знизитися очікувана прибутковість, підвищитися рівень ризиків, зменшитися значення інших показників інвестиційної привабливості для підприємства. Це потребує ухвалення рішення про своєчасний вихід низки об'єктів реального інвестування з інвестиційної програми підприємства (унаслідок їхнього продажу) і реінвестування капіталу. З цією метою по кожному об'єкту реального інвестування треба оцінювати ступінь ліквідності інвестицій. За наслідками оцінки виконують ранжування окремих реальних інвестиційних проектів за критерієм їхньої ліквідності. За інших однакових умов для реалізації відбирають ті з них, які мають найбільший потенційний рівень ліквідності.

9. Формування програми реальних інвестицій. Відібрані в процесі оцінки ефективності реальні інвестиційні проекти підлягають подальшому розгляду з позиції рівня ризиків їхньої реалізації й інших показників, пов'язаних з метою їхньої реалізації. На підставі такої всебічної оцінки з урахуванням планового обсягу інвестиційних ресурсів підприємство формує програму реальних інвестицій на майбутній період. Якщо ця програма сформована згідно з визначальною пріоритетною метою (максимізація прибутковості, мінімізація інвестиційного ризику тощо), то потреби в подальшій оптимізації програми реальних інвестицій не виникає. Якщо ж передбачають збалансованість окремих цілей, то портфель оптимізують за різними цільовими критеріями для досягнення їхньої збалансованості, після чого приймають до безпосередньої реалізації.

10. Забезпечення реалізації окремих інвестиційних проектів та інвестиційної програми. Головними документами, які забезпечують реалізацію кожного конкретного реального інвестиційного проекту, є капітальний бюджет і календарний графік.

Капітальний бюджет розробляють, зазвичай, на період до одного року, у ньому відображають усі витрати й надходження коштів, пов'язані з реалізацією реального проекту.

Календарний графік реалізації інвестиційного проекту (програми) визначає базові періоди виконання окремих видів робіт і відповідальних за їхнє виконання з боку замовника або підрядника (а також ризиків невиконання окремих етапів робіт) відповідно до їхніх функціональних обов'язків, визначених у контракті на виконання робіт.

Одним із найбільш відповідальних та визначальних етапів проектного циклу є проектний аналіз – сукупність методологічних заходів і прийомів, які використовують для підготовки й обґрунтування проектних рішень. Тобто перш ніж реалізувати будь-який інвестиційний проект, його вибирають, проектують, прораховують, а головне – оцінюють його ефективність насамперед на підставі порівняння витрат на проект та результатів від його впровадження в життя. З огляду на це проектний аналіз передбачає таке:

- 1) технічний аналіз, тобто завдання визначити найефективніші для конкретного проекту техніку та технологію;
- 2) комерційний аналіз (маркетинговий), тобто аналіз ринку збуту продукції та послуг, які виконуватимуть після реалізації інвестиційного проекту;
- 3) інституційний аналіз, тобто оцінку організаційно-правового, адміністративного, політичного середовища, у якому реалізовуватимуть проект і пристосовуватимуть його до цього середовища, а також організаційну структуру фірми до проекту;
- 4) соціальний (соціально-культурний) аналіз, тобто дослідження впливу проекту на життя місцевих мешканців;
- 5) бюджетний аналіз, який враховує фінансові наслідки реалізації проекту для державного або місцевого бюджету;
- 6) аналіз навколишнього середовища, тобто виявлення та експертна оцінка збитків, які можуть бути завдані цим проектом навколишньому середовищу, та пропозиції способів пом'якшення або відвернення цього збитку;
- 7) фінансовий та економічний аналіз, тобто порівняння витрат і користі від проекту. Економічний аналіз дає змогу оцінити дохідність з погляду всього суспільства (країни), а фінансовий – оцінити проект з позиції фірми та її кредиторів (за умови кредитування).

Кожен із цих аналізів є важливим, проте фінансово-економічні аспекти інвестиційної діяльності в багатьох випадках мають вирішальне значення, бо визначають реальну ефективність вкладення коштів.

Ґрунтовну фінансово-економічну експертизу інвестиційного проекту проводять інвестори, які вкладають кошти в акціонерний капітал проекту та стають його співвласниками, і кредитори, які дають гроші в борг і не стають співвласниками проекту. Їх турбує, передусім, надійне та своєчасне повернення боргу з відсотками.

Процедуру фінансово-економічної оцінки інвестором, або кредитором (банком) інвестиційного проекту можуть проводити в такій послідовності.

1. Попередній розгляд та аналіз інвестиційного проекту.

Метою попереднього розгляду та фінансового аналізу проекту є визначення джерела фінансування з внесенням проекту до інформаційної бази інвестиційних проектів.

Замовник звертається до кредитора з пропозицією про розгляд можливості залучення інвестиції та пакетом документів (лист-заява, скорочений бізнес-план або техніко-економічне обґрунтування інвестиційного проекту, анкета замовника на отримання інвестиції).

Відділ експертизи інвестицій проводить попередні переговори з замовником, щоб отримати додаткову інформацію про фінансовий стан та діяльність підприємства. На підставі отриманих документів та проведених співбесід визначають відповідність зазначеного проекту вимогам інвестора та кредитора.

2. Поглиблений аналіз інвестиційного проекту.

Головним завданням поглибленої експертизи інвестиційного проекту та оцінки фінансового стану замовника є визначення потенційної можливості реалізації проекту за кошти кредитора (банку) та спроможності позичальника раціонально розпорядитися залученими інвестиційними коштами з метою отримання очікуваного результату.

Експертизу інвестиційного проекту проводять після надання позичальником повного пакета документів, у тому числі розширеного бізнес-плану, а також отримання відділом експертизи інвестицій додаткової інформації з незалежних джерел.

На підставі експертизи визначають остаточну відповідність зазначеного проекту вимогам інвестора та кредитора. За результатами експертизи інвестиційних проектів кредитор, зацікавлений у цьому проекті, ухвалює одне з рішень:

- 1) кредитування для проекту можна надати;
- 2) кредитування можна надати після виконання певних умов;
- 3) кредитування не можна надати, однак до розгляду питання можна згодом повернутися;
- 4) кредитування не можна надати.

У випадку ухвалення кредитором позитивного рішення про надання коштів відділ експертизи інвестицій надсилає замовнику письмове повідомлення та погоджує графік оформлення відповідних документів.

У разі незадовільного результату експертизи інвестиційного проекту замовник одержує від відділу експертизи інвестицій обґрунтовану програму дій на майбутнє.

9.3. Методи оцінювання інвестиційних проектів

Для добору проектів капітальних інвестицій необхідно знати певні прийоми та способи, що дають змогу зробити правильний вибір між альтернативними об'єктами інвестування.

Найчастіше для оцінювання проектів капітальних вкладень використовують показник чистих грошових потоків, які складаються з грошових потоків та початкових капіталовкладень.

Ефективність капітальних інвестицій оцінюють за такими методами.

1. *Чиста теперішня вартість* (ЧТВ) *інвестиційного проекту* – це різниця між сумою теперішніх вартостей грошових потоків від інвестицій у кожен період і теперішньою вартістю самих інвестицій:

$$\text{ЧТВ} = -B_0 + \sum_{i=1}^n \frac{\text{ГП}_i}{(1+r)^i}, \quad (9.5)$$

де B_0 – початкові капіталовкладення; ГП_i – грошовий потік в i -му році ($i = 1, n$); r – ставка дисконтування або ціна джерел фінансування; n – термін дії проекту, роки.

Якщо початкові капіталовкладення роблять протягом декількох років, то грошові потоки в ці роки будуть від'ємними або їх узагалі не буде, оскільки є тільки витрати. У цьому разі можна використати таку формулу ЧТВ:

$$\text{ЧТВ} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{ГП}_i}{(1+r)^i} - \sum_{i=1}^n \frac{B_i}{(1+r)^i}, \quad (9.6)$$

Якщо $\text{ЧТВ} > 0$, то це означає, що норма прибутковості проекту перевищує необхідну ставку прибутковості інвестицій (ставку дисконту). Якщо $\text{ЧТВ} = 0$, то норма прибутковості проекту точно дорівнює необхідній ставці, якщо ж $\text{ЧТВ} < 0$, то прибутковість проекту очікують меншою від необхідної ставки. Тож за критерієм ЧТВ можуть бути вибрані лише ті проекти, які мають $\text{ЧТВ} \geq 0$.

Крім того, за позитивного значення суми ЧТВ проект збільшує на цю суму ринкову вартість фірми-інвестора.

Зазначимо, що грошові потоки проекту, які дисконтують за методом ЧТВ, виникають з двох джерел: 1) використання активів проекту протягом терміну їхнього функціонування; 2) списання активів наприкінці їхнього терміну служби. Чиста ліквідаційна вартість, яку визначають унаслідок ліквідації активу, є останнім грошовим потоком, який генерує актив, і їх потрібно включати в розрахунок ЧТВ цього активу.

Головним моментом розглянутого методу є те, яку ставку прибутковості інвестицій (ставку дисконту) необхідно обрати для розрахунку ЧТВ. Точність прогнозу

грошових потоків проекту впливає на вибір ставки, тому використання методу ЧТВ також залежить від точності цих прогнозів. Якщо як ставку дисконту використовують вартість капіталу фірми, то постають питання, пов'язані з розрахунком цього показника.

Зі збільшенням позикових відсотків і темпів інфляції ставки дисконту зростають. За умов збільшення позикових відсоткових ставок зростають також витрати на фінансування проектів, тому в цей період грошові потоки від проектів потрібно дисконтувати за вищими ставками, ніж у періоди зниження позикових відсотків.

Розмір дисконтних ставок залежить також від тривалості інвестиційного проекту. Чим на триваліший термін вкладають інвестиції, тим більшим є ризик незавершення проекту. Тому за інших однакових умов довготермінові проекти потрібно дисконтувати за вищими ставками, ніж короткотермінові.

Отже, головною проблемою моделі ЧТВ є визначення необхідної ставки прибутковості проекту для дисконтування його грошових потоків. Корисним підходом, що дає змогу полегшити вибір цієї ставки, є побудова графіка ЧТВ проекту.

Графік ЧТВ є функцією ЧТВ від розміру необхідної ставки прибутковості. Графік ЧТВ відображає, до якого розміру необхідної ставки (ставки дисконту) проект може бути привабливим для фірми.

На деякі елементи графіка ЧТВ варто звернути увагу (рис. 9.3).

Графік має негативний нахил. Це властиво графікам інвестиційних проектів, які мають один або більше грошових інвестиційних потоків на початку функціонування проекту, після якого іде безперервний грошовий потік надходжень від інвестицій до кінця терміну існування проекту.

Графік ЧТВ перетинає вертикальну вісь у точці *A*, де сума грошового потоку недисконтована, оскільки $r = 0$. Точка *B* є проміжною точкою, у якій певному розміру ставки дисконту відповідає значення ЧТВ. У точці *C* графік перетинає горизонтальну вісь, у якій $\text{ЧТВ} = 0$.

Ставку дисконту в точці *C* називають внутрішньою нормою рентабельності (ВНР) проекту.

Проте, крім традиційних інвестиційних грошових потоків, існують також грошові потоки позикового типу, тобто такі, коли за позитивними (з погляду позичальника) з'являються негативні. Графік ЧТВ грошових потоків цього типу матиме позитивний нахил, тобто зі зростанням ставки дисконту зростає ЧТВ.

2. *Індекс прибутковості (ІП) інвестиційного проекту* – це відношення теперішньої вартості грошових надходжень від проекту після оподаткування до теперішньої вартості інвестицій.

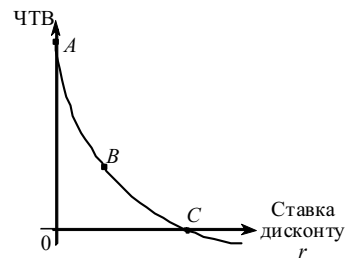


Рис. 9.3. Графік чистої теперішньої вартості проекту

$$\Pi = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{ГП_i}{(1+r)^i}}{\sum_{i=1}^n \frac{В_i}{(1+r)^i}}, \quad (9.7)$$

Π – ступінь прибутковості проекту на 1 грн інвестицій; $В_i$ – початкові капіталовкладення у році i ; $ГП_i$ – грошовий потік в i -му році ($i = 1, n$); r – ставка дисконтування або ціна джерел фінансування; n – термін дії проекту, роки. Якщо $\Pi > 1$, то аналізований проект має позитивну чисту теперішню вартість.

Співвідношення між ЧТВ, ІП і середньою ставкою прибутковості (ССП) є такими:

ЧТВ	ІП	ССП
< 0	< 1	Менше від необхідної ставки
= 0	= 1	Дорівнює необхідній ставці
> 0	> 1	Більше від необхідної ставки

Індекс можна використати для ранжування проектів з різними потоками коштів і тривалістю в часі.

3. *Період окупності* (ПО) визначають як час, необхідний для повернення первісних інвестицій завдяки нагромадженню чистих реальних грошових потоків, отриманих за проектом. Розраховують два періоди окупності: простий і дисконтований.

Якщо припустити, що щорічні прибутки інвестиційного проекту однакові, то період окупності можна визначити як відношення власне витрат за проектом (після оподаткування) до прибутків від інвестиційного проекту (також після оподаткування).

Коли щорічні грошові прибутки за проектом неоднакові, то простий період окупності визначають за формулою

$$ПО = \text{кількість повних років окупності} + \frac{\text{непогашена сума початкових капіталовкладень}}{\text{грошовий потік у наступному році}}. \quad (9.8)$$

Простий метод окупності має декілька недоліків:

- не враховує очікуваних прибутків за періодом окупності;
- не враховує вартості грошей у часі;
- не розрізняє проекти з різними первинними інвестиціями;
- забезпечуючи вимірювання ступеня ліквідності проекту, не дає змоги оцінити позицію підприємства загалом з погляду ліквідності;
- ігнорує вартість капіталу для реалізації інвестицій навіть у період окупності.

Деякі фінансові аналітики замість обчислення періоду окупності інвестицій надають перевагу визначенню терміну, упродовж якого чиста теперішня вартість

перетворюється з негативної в позитивну. Такі розрахунки дають змогу знайти точку безбитковості проекту чи дисконтований період окупності. Якщо проект генерує позитивні грошові потоки після цієї точки окупності, то ЧТВ проекту буде позитивною.

Завдяки умові рівності щорічних грошових потоків метод дисконтованого періоду окупності має обмежене використання, хоча й демонструє певні недоліки критерію періоду окупності, насамперед засвідчує залежність максимально прийнятної періоду окупності від життєвого циклу інвестиційного проекту та вартості грошей у часі.

Будь-який інвестиційний проект варто приймати, коли теперішня вартість грошових надходжень перевищує теперішню вартість інвестицій.

У ході розрахунку дисконтованого періоду окупності до уваги беруть тільки дисконтовані грошові потоки, а методика його обчислення аналогічна до попередньої.

4. *Внутрішня норма рентабельності* (ВНР) – це ставка дисконтування, якої досягають у разі, коли теперішня вартість майбутніх грошових потоків від інвестицій після оподаткування дорівнює теперішній вартості початкових капіталовкладень. Отже, це така ціна джерел фінансування, за якої ЧТВ = 0. Це можна описати таким рівнянням:

$$-B_0 + \sum_{i=1}^n \frac{ГП_i}{(1+r)^i} = 0, \quad \sum_{i=1}^n \frac{ГП_i}{(1+ВНР)^i} = B_0, \quad ВНР - ?, \quad (9.9)$$

де $ГП_i$ – грошовий потік в i -му році ($i = 1, n$); r – ставка дисконтування або ціна джерел фінансування; n – термін дії проекту, роки. ВНР враховує вартість грошей у часі і визначає норму прибутковості інвестицій.

При $ВНР = r$ ЧТВ = 0.

Для того щоб ухвалити рішення про відбір проекту, потрібно порівняти ВНР з необхідною ставкою прибутковості. Якщо ставка прибутковості є меншою від ВНР, то проект приймають. Під час ранжування проектів за критерієм ВНР перевагу віддають тому, який має найбільшу ВНР.

Якщо в проектах є зміна знаків грошових потоків, тобто потік інвестицій надходить не тільки на початку з подальшими безперервними грошовими надходженнями від інвестицій, то може існувати більше однієї ВНР. Можуть бути й такі проекти, що зовсім не мають ВНР.

Під час оцінювання єдиного незалежного проекту всі три методи дисконтованих грошових потоків – ЧТВ, ІП і ВНР – узгоджують між собою для визначення його привабливості. Однак у цьому випадку повинні виконуватися дві умови:

- оцінюють тільки один проект, грошові потоки якого не пов'язані з іншими проектами;
- проект повинен мати потоки інвестицій у перші роки його існування, а потім – безперервний потік грошових надходжень до кінця терміну дії.

Якщо проект має позитивне значення ЧТВ, то його можна схвалити за необхідною ставкою прибутковості r . ВНР цього проекту повинна бути більшою або дорівнювати r для того, щоб вибрати проект за цим критерієм.

Позитивне значення ЧТВ свідчить про перевищення грошових надходжень від інвестицій над розміром первинних інвестицій. У цьому разі ІП буде завжди більшим від одиниці.

Тож якщо один з методів визначає кандидатом для відбору інвестиційний проект, що відповідає названим характеристикам, то всі інші методи підтвердять цей висновок. Якщо будь-який з методів визначить, що проект неприйнятний, то й інші методи дадуть аналогічну оцінку.

Однак у ході ранжування альтернативних проектів можуть виникати конфлікти залежно від того, який метод оцінки – ЧТВ, ІП або ВНР – використовували.

Між трьома методами розрахунку дисконтованих грошових потоків є такі відмінності:

- абсолютне і відносне вимірювання привабливості проектів;
- припущення про реінвестування грошових потоків від інвестицій.

Модель ЧТВ дає абсолютний результат цінності проекту, тобто відображає суму, на яку дисконтовані грошові надходження проекту перевищують дисконтовані інвестиції. Методом ІП обчислюють співвідношення названих величин, а методом ВНР визначають відсоткову ставку.

Усі моделі дисконтованих грошових потоків спочатку передбачають, що грошові надходження проектів реінвестуватимуть для отримання норми прибутковості інвестицій, яка дорівнює ставці дисконтування. Припущення про реінвестування діє для кожного грошового надходження проекту з моменту його виникнення і до кінця терміну існування.

У моделях ЧТВ і ІП передбачено, що грошові надходження проекту реінвестують за необхідною ставкою прибутковості підприємства, а в моделі ВНР – за внутрішньою ставкою прибутковості.

Для подолання цих розбіжностей використовують метод розрахунку модифікованої внутрішньої норми рентабельності.

5. *Модифікована внутрішня норма рентабельності* (МВНР) – це дисконтна ставка, за якої теперішня вартість витрат проекту дорівнює його кінцевій вартості, яку визначають як суму майбутніх вартостей грошових надходжень, дисконтованих під вартість капіталу фірми.

Кінцева вартість проекту – це вартість, яку акумулюватимуть до кінця періоду функціонування проекту, якщо його грошові надходження були реінвестовані для отримання певної ставки прибутковості в період між надходженням грошових потоків від інвестицій і кінцевим терміном існування проекту (теперішня вартість майбутніх грошових потоків):

$$\frac{\sum_{i=1}^n \text{ГП}_i (1+r)^{n-i}}{(1+\text{МВНР})^n} = B_0; \quad \text{МВНР} = \sqrt[n]{\frac{\sum_{i=1}^n \text{ГП}_i (1+r)^{n-i}}{B_0}} - 1. \quad (9.10)$$

МВНР має значні переваги над звичайною ВНР. По-перше, МВНР припускає ставку реінвестування на рівні вартості капіталу, що дає точнішу оцінку справжньої прибутковості проекту, ніж реінвестування грошових надходжень за ВНР. По-друге, МВНР вирішує також проблему мультиплікації ВНР.

6. *Середня ставка прибутковості* проекту дорівнює відношенню середнього розміру річних майбутніх чистих прибутків від інвестицій до половини суми первинних інвестицій:

$$\text{ССП} \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \text{ГП}_i}{\frac{B_0}{2}}. \quad (9.11)$$

Хоча метод ССП легкий для розуміння й роботи, його не рекомендують застосовувати як базовий для фінансового аналізу.

До недоліків цього методу належать такі:

- 1) не враховано вартості грошей у часі;
- 2) ігнорують амортизаційні відрахування як джерело грошового потоку від інвестицій;
- 3) використовують балансові прибутки, а не грошові потоки.

Між наведеними вище показниками є така залежність:

якщо ЧТВ > 0, то ВНР > r, ІП > 1;

якщо ЧТВ = 0, то ВНР = r, ІП = 1;

якщо ЧТВ < 0, то ВНР < r, ІП < 1.

Аналіз інвестиційних проектів з різними термінами дії виконують за допомогою двох методів.

1. Метод скінченного ланцюгового повтору:

$$\text{ЧТВ} = \text{ЧТВ} \left(1 + \frac{1}{(1+r)^n} + \frac{1}{(1+r)^{2n}} + \dots + \frac{1}{(1+r)^{Nn}} \right), \quad (9.12)$$

де N – найменше кратне термінів дії двох проектів.

Цей метод передбачає, що проекти повторюються декілька разів, і треба звести терміни їхньої дії до спільного кратного. Наприклад, якщо термін дії одного проекту становить 4 роки, а іншого – 3 роки, то спільне кратне (N) для термінів їхньої дії дорівнюватиме 12 років.

2. Метод нескінченного ланцюгового повтору:

$$\text{ЧТВ} = \text{ЧТВ} \frac{(1+r)^n}{(1+r)^n - 1}. \quad (9.13)$$

9.4. Управління фінансовими інвестиціями

Фінансові інвестиції – це вкладення коштів у фінансові інструменти, серед яких переважають цінні папери, із метою одержання прибутку в майбутньому.

Під фінансовими інструментами розуміють контракти, які одночасно приводять до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого.

Політика управління фінансовими інвестиціями є частиною загальної інвестиційної політики підприємства, що забезпечує вибір найбільш ефективних фінансових інструментів вкладення капіталу і своєчасне його реінвестування.

З урахуванням особливостей і форм фінансового інвестування організовують управління фінансовими інвестиціями на підприємстві. У разі досить високої періодичності фінансового інвестування на підприємстві розробляють спеціальну політику такого управління.

Формування політики управління фінансовими інвестиціями передбачає таку послідовність (рис. 9.4).



Рис. 9.4. Формування політики управління фінансовими інвестиціями підприємства

1. Аналіз стану фінансового інвестування в попередньому періоді. Головною метою проведення такого аналізу є вивчення тенденцій динаміки масштабів, форм і ефективності фінансового інвестування на підприємстві в ретроспективі, зокрема:

- вивчають загальний обсяг інвестування капіталу у фінансові активи, визначають темпи його зміни і питомої ваги фінансового інвестування в загальному обсязі інвестицій підприємства в передплановому періоді;
- досліджують головні форми фінансового інвестування, їхнє співвідношення, спрямованість на вирішення стратегічних завдань розвитку підприємства;
- вивчають склад конкретних фінансових інструментів інвестування, їхню динаміку і питому вагу в загальному обсязі фінансового інвестування;
- оцінюють рівень прибутковості окремих фінансових інструментів і фінансових інвестицій загалом. Його визначають як відношення суми доходів, отриманих у різних формах за окремими фінансовими інструментами (з її коректуванням на індекс інфляції), до суми інвестованих у них коштів. Рівень прибутковості фінансових інвестицій підприємства зіставляють з середнім рівнем прибутковості на фінансовому ринку і рівнем рентабельності власного капіталу;
- аналізують рівень ризику окремих фінансових інструментів інвестування і їхнього портфеля загалом. Таку оцінку проводять, розраховуючи коефіцієнт варіації отриманого інвестиційного доходу за низку попередніх звітних періодів. Розрахований рівень ризику зіставляють з рівнем прибутковості інвестиційного портфеля й окремих фінансових інструментів інвестування (відповідність цих показників ринковій шкалі прибутковості–ризик);
- оцінюють рівень ліквідності окремих фінансових інструментів інвестування і їхнього портфеля загалом. Оцінку цього показника виконують на підставі розрахунку коефіцієнта ліквідності інвестицій на дату проведення аналізу (в останньому звітному періоді). Розрахований рівень ліквідності зіставляють з рівнем прибутковості інвестиційного портфеля й окремих фінансових інструментів інвестування.

Виконаний аналіз дає змогу оцінити обсяг і ефективність портфеля фінансових інвестицій підприємства в попередньому періоді.

2. Визначення обсягу фінансового інвестування в майбутньому періоді. Цей обсяг на підприємствах, які не є інституційними інвесторами, зазвичай, невеликий. Його визначають розміром вільних фінансових коштів, що заздалегідь нагромаджують для майбутніх реальних інвестицій або інших витрат майбутнього періоду. Позикові засоби до фінансового інвестування підприємства, зазвичай, не залучають (за винятком окремих періодів, коли рівень прибутковості цінних паперів суттєво перевершує рівень ставки відсотка за кредит).

Певний обсяг фінансового інвестування диференціюють у розрізі довго- і короткотермінових періодів його проведення. Обсяг довготермінового фінансового інвестування визначають у процесі вирішення завдань ефективного використання

інвестиційних ресурсів для реалізації реальних інвестиційних проектів, страхових та інших цільових фондів підприємства, які формують на довготермінових засадах. Обсяг короткотермінового фінансового інвестування визначають у процесі вирішення завдань ефективного використання тимчасово вільного залишку грошових активів (у складі оборотного капіталу підприємства), утворюваного внаслідок нерівномірності формування позитивного і негативного грошових потоків.

3. Вибір форм фінансового інвестування. У рамках планованого обсягу фінансових коштів, які виділяють на ці цілі, визначають конкретні форми такого інвестування, розглянуті вище. Вибір цих форм залежить від характеру завдань, які вирішує підприємство в процесі господарської діяльності.

Вирішення стратегічних завдань розвитку операційної діяльності пов'язане з вибором таких форм фінансового інвестування, як вкладення капіталу до статутних фондів спільних підприємств і придбання контрольного пакета акцій окремих суб'єктів господарювання, що мають стратегічний інтерес для диверсифікації цієї діяльності.

Вирішення завдань приросту капіталу у довготерміновому періоді пов'язане, зазвичай, з його вкладеннями в довготермінові фондові та грошові інструменти, прогнозована прибутковість яких з урахуванням рівня ризику задовольняє інвестора.

4. Оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів. Методи такої оцінки диференціюють залежно від видів цих інструментів; головним показником оцінки є рівень їхньої прибутковості, ризику і ліквідності. У процесі оцінки детально досліджують чинники, що визначають інвестиційні якості різних видів фінансових інструментів інвестування – акцій, облігацій, депозитних вкладів у комерційних банках тощо. У системі такого аналізу отримує відображення оцінка інвестиційної привабливості галузей економіки і регіонів країни, у яких проводить господарську діяльність той або інший емітент цінних паперів. Важливу роль в оцінюванні відіграє також характер обігу тих або інших фінансових інструментів інвестування на організованому і неорганізованому інвестиційному ринку.

5. Формування портфеля фінансових інвестицій. Воно відбувається з урахуванням оцінки інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів. У процесі відбору інструментів враховують такі чинники: тип портфеля фінансових інвестицій, який формується відповідно до його пріоритетної мети; необхідність диверсифікації фінансових інструментів портфеля; необхідність забезпечення високого рівня ліквідності портфеля тощо. Особливе значення у формуванні портфеля фінансових інвестицій має забезпечення відповідності цілей його формування стратегічним цілям інвестиційної діяльності загалом.

Сформований з урахуванням викладених чинників портфель фінансових інвестицій потрібно оцінити за співвідношенням рівня прибутковості, ризику і ліквідності, щоб переконатися, що за параметрами він відповідає тому типові портфеля, який визначений цілями формування. За потреби посилення цілеспрямованості портфеля до нього вносять необхідні корективи.

6. Забезпечення ефективного оперативного управління портфелем фінансових інвестицій. У разі суттєвих змін кон'юнктури фінансового ринку інвестиційні якості окремих фінансових інструментів знижуються. У процесі оперативного управління портфелем фінансових інвестицій забезпечують своєчасну його реструктуризацію з метою підтримки цільових параметрів первинного формування.

Розроблена політика управління фінансовими інвестиціями підприємства визначає головні параметри інвестиційної діяльності підприємства в цій сфері та її найважливіші критерії.

Під комплексним оцінюванням фінансового активу розуміють визначення його характеристик – ліквідності, ризиковості, дохідності тощо.

У цьому випадку насамперед оцінюванню підлягають ринкова вартість активу та реальна ставка доходу, яку він забезпечує інвестору, або необхідна ставка доходу, яку фінансовий актив має забезпечити інвестору відповідно до його ризиковості та ліквідності.

Оцінювання фінансових активів відбувається на первинному і на вторинному ринках. На первинному ринку воно полягає у визначенні такої ставки доходу за фінансовим активом, яка б відповідала ступеню його ризиковості, ринковим відсотковим ставкам, кредитному рейтингу емітента. На вторинному ринку – це переоцінка фінансового активу, коригування його ринкової ціни так, щоб фінансовий актив певного рівня ризику забезпечував відповідний рівень доходу.

У процесі оцінювання фінансових активів учасники ринку визначають так звану внутрішню, або дійсну, вартість активу, яка певною мірою є оцінкою його поточної ринкової вартості. Порівнявши внутрішню вартість з поточною ринковою ціною, учасники ринку ухвалюють рішення щодо інвестування коштів у фінансовий актив. Внутрішню вартість будь-якого фінансового активу можна визначити як теперішню вартість очікуваних грошових потоків за активом, дисконтованих за відсотковою ставкою, що визначена ступенем ризику цього фінансового активу та поточними ринковими відсотковими ставками. Внутрішня вартість може бути як більшою, так і меншою від поточної ринкової вартості, яку встановлюють на ринку внаслідок зрівноваження попиту і пропозиції на цей актив. Те, наскільки добре вона відображатиме поточну ринкову вартість, залежить від вибору ставки дисконтування і точності визначення очікуваних грошових потоків за конкретним фінансовим активом.

Загалом оцінювання внутрішньої вартості активу відбувається у три етапи:

- 1) обчислення визначеного або оцінювання невизначеного очікуваного грошового потоку та оцінювання ймовірності отримання цього грошового потоку інвестором;
- 2) визначення відсоткової ставки для дисконтування очікуваного грошового потоку;
- 3) безпосереднє обчислення теперішньої вартості грошового потоку з використанням розміру грошового потоку та відсоткової ставки.

Очікувані грошові потоки за фінансовим активом можуть бути більше або менше визначені за розміром і терміном надходження. Тому оцінювання очікуваних грошових потоків за активом полягає в обчисленні визначених або оцінюванні невизначених грошових потоків. У другому випадку оцінюють не тільки розмір очікуваного грошового потоку, а й імовірність його надходження.

До фінансових активів з чітко визначеним майбутнім грошовим потоком належать облігації, для яких визначають розмір і моменти відсоткових виплат, а також суму і термін погашення. У цьому разі залишається тільки проблема оцінювання ймовірності отримання грошового потоку. Для державних облігацій ця ймовірність дуже висока, а якщо це облігації підприємства, то можуть виникнути проблеми своєчасної виплати доходу, загроза його банкрутства тощо. Незважаючи на це, очікуваний грошовий потік для облігацій практично завжди є більш визначеним, ніж майбутній дохід від акцій. Справді, майбутні дивідендні виплати залежать і від отриманого доходу, і від політики, яку проводить менеджмент підприємства, і від ринкової вартості його активів, яка з часом може суттєво змінитися. Досить невизначеною може бути також майбутня ціна продажу фінансового активу на ринку у випадку, коли інвестор вирішить продати актив, що йому належить.

Для того щоб визначити відсоткову ставку для дисконтування, треба зрозуміти, що ця ставка є сумою двох складових – безпечної, або безризикової, відсоткової ставки та ставки, що є премією за ризик інвестування в цей актив.

Безпечна відсоткова ставка на розвинених фінансових ринках дорівнює відсотковій ставці за короткотерміновими (до трьох місяців) державними борговими зобов'язаннями. В Україні у разі визначення безпечної ставки враховують ставку рефінансування НБУ, ставки за депозитними вкладками тощо. Щодо премії за ризик, то тут важливо врахувати основні види ризиків (кредитні, валютні, економічні), характерні для цього активу, та правильно оцінити їхній розмір.

Якщо фінансовий актив є борговим зобов'язанням, то ставку дисконтування визначають на підставі відсоткових ставок за подібними зобов'язаннями. Вона відображає очікувану дохідність фінансового активу.

Механізм оцінювання акцій відрізняється від механізму оцінювання інших фінансових активів, оскільки акції є безстроковими інструментами власності, дохідність яких залежить від багатьох чинників, пов'язаних не тільки з поточним фінансовим становищем підприємства, а й з очікуваними в майбутньому змінами у його діяльності. Ринкову вартість акцій конкретного суб'єкта господарювання насамперед формують чинники, безпосередньо пов'язані з його діяльністю та з очікуваннями учасників ринку щодо перспектив її розвитку.

До головних чинників, які визначають ринкову вартість та дохідність акції, належать ефективність фінансово-господарської діяльності, конкурентна позиція на ринку, дивідендна політика, яку проводить менеджмент, стан галузі, у якій працює підприємство, тенденції розвитку економіки загалом тощо. Крім визначення внутрішньої вартості акції за наведеним вище алгоритмом, є ще кілька методів оцінювання поточної ринкової вартості акцій.

Метод “дійсної вартості акції” ґрунтується на аналізі співвідношення поточної ринкової ціни акції до розміру прибутку підприємства, що припадає на одну акцію. Метод “ринкової оцінки активів” передбачає оцінювання активів з метою уточнення дійсної вартості акції. Цей метод, зазвичай, використовують у разі злиття та придбання підприємств. Ще одним ефективним методом оцінювання акцій, який враховує ризики, що супроводжують господарську діяльність, є метод, що ґрунтується на моделі оцінювання капітальних активів (МОКА). Він дає змогу оцінити очікувану дохідність акцій на підставі безризикових ринкових відсоткових ставок та ризику, властивого конкретній акції.

9.5. Види портфеля цінних паперів і принципи його формування

Під *портфелем цінних паперів* розуміють сукупність різних видів цінних паперів, придбаних інвестором для отримання доходу, що відповідає певним вимогам допустимого рівня ризику та очікуваного доходу. Головними параметрами портфеля є його розмір і структура. Розмір портфеля залежить від фінансових можливостей інвестора та від його бажання інвестувати кошти у фінансові активи, а не безпосередньо у виробництво. Власниками значних за обсягом портфелів цінних паперів є фінансові інститути. Підприємства формують портфель цінних паперів у випадку, коли наявні вільні фінансові ресурси, які непотрібно вкладати в розширення виробництва; інші альтернативні вкладення коштів менш привабливі, і, крім того, існує розвинений фондовий ринок.

Структура портфеля визначена видами цінних паперів, що входять до його складу, їхньою терміновістю, співвідношенням окремих видів цінних паперів у портфелі. Головними характеристиками портфеля є очікувана дохідність портфеля та його ризиковість. Кожен з інвесторів, маючи певні вимоги щодо допустимого рівня ризику й очікуваного доходу, формує той чи інший портфель цінних паперів. Інвестори віддають перевагу формуванню портфеля, а не придбанню цінних паперів одного виду, оскільки, формуючи портфель, можна знизити рівень ризику за цінними паперами, не зменшуючи їхньої очікуваної дохідності.

Портфелі цінних паперів залежно від цілей, які перед ними ставлять, поділяють на такі:

- портфелі зростання – орієнтовані на акції, які швидко зростають на ринку в курсовій вартості. Мета таких портфелів – збільшення капіталу інвесторів, тому власникам портфелів дивіденди можуть виплачувати в невеликому розмірі або взагалі не виплачувати;
- портфелі доходу – орієнтовані на одержання високих поточних доходів. Стабільне співвідношення виплачуваного відсотка та курсової вартості цінних паперів, що входять у такий портфель, вище, ніж у середньоринкового; їхня курсова вартість зростає набагато повільніше;

- портфелі ризикованого капіталу – складаються переважно з цінних паперів молодих компаній чи підприємств агресивного типу, які вибрали стратегію швидкого розширення на засадах універсалізації, нової технології та випуску нової продукції;
- збалансовані портфелі – частково складаються з цінних паперів, які швидко зростають у курсовій вартості, а частково – з високоприбуткових цінних паперів; цілі збільшення капіталу й одержання високого доходу та загальні ризики виявляються збалансованими;
- спеціалізовані портфелі – об'єднані не за загальним цільовим, а за локальним критерієм, наприклад, портфелі стабільного капіталу та доходу (в американській практиці це однорідні портфелі коротко- і середньотермінових депозитних сертифікатів); портфелі короткотермінових фондів (складаються з короткотермінових цінних паперів); портфелі середньо- і довготермінових фондів з фіксованим доходом (сформовані, зазвичай, з облігацій); регіональні чи галузеві портфелі; портфелі іноземних цінних паперів.

Дохідність портфеля за період визначена часткою від ділення приросту ринкової вартості портфеля та виплат за ним за період на ринкову вартість портфеля на початок періоду:

$$R_{\Pi} = (V_1 - V_0 + D) : V_0, \quad (9.14)$$

де V_0 , V_1 – ринкова вартість портфеля на початок і кінець періоду; D – виплати за портфелем протягом періоду.

Портфель цінних паперів формують з різних видів цінних паперів, дохідність яких змінюється з часом. Для того щоб зрозуміти, чому формування портфеля з різних видів цінних паперів поліпшує його характеристики, треба розглянути залежність між змінами в доході за окремими цінними паперами.

Усі активи, що формують портфель, поділяють на дві частини: ризикову (спекулятивну) і консервативну. Ризикова (спекулятивна) частина передбачає включення високоприбуткових та високоризикових активів (акцій, ф'ючерсів, опціонів); консервативна ж частина ґрунтується на наявності облігацій, векселів, депозитних сертифікатів у портфелі цінних паперів, що менш дохідні й менш ризиковані.

Під час оцінювання прибутковості портфеля загалом виходять зі ступеня прибутковості й ризикованості окремих активів, які утворюють ризикову та консервативну частини, з рівня інфляції й часу перебування активів у портфелі. Наприклад, в агресивному портфелі прибутковість буде найвищою, однак він найризикованіший. Цей портфель розрахований на одержання швидкого одноразового прибутку.

Середньоризиковий (ризиковий) і консервативний портфелі формують прибутковість завдяки середньоарифметичній прибутковості, розрахованій за кожним активом. Консервативну частину портфеля становлять порівняно стабільні за прибутковістю активи, тобто головну увагу потрібно приділяти прибутковості

активів, які формують ризикову частину. Оскільки цю частину активів становлять головно акції, то їхню прибутковість необхідно визначати за розміром дивідендів на акцію, а також за зміною курсової вартості акцій.

Прибутковість ризикового портфеля буде вищою, ніж консервативного. Ці типи портфелів за відсотковим співвідношенням складових частин можуть змінюватися. Система підбору активів, що входять до портфеля, є імовірнісною, тому їхнє відсоткове співвідношення відповідно до нормального закону розподілу матиме визначений ступінь коливання, що дорівнює $\pm 3\sigma$:

$$\sigma = \frac{\sqrt{\sum (x - \bar{x})^2 \times f}}{\sum f}, \quad (9.15)$$

де x – прибутковість активу; \bar{x} – середня прибутковість; f – кількість активу в портфелі.

Тобто нижня і верхня межі відповідних частин портфеля мають ступінь відхилення $\pm 3\sigma$. Наприклад, ризикова частина консервативного портфеля коливається від 15 до 20 %, отже, ступінь відхилення за нижньою межею становить $15 \% \pm 3\sigma$, а за верхньою – $20 \% \pm 3\sigma$.

З розглянутих трьох типів портфелів агресивний практично не піддається обґрунтованому аналізу, тому далі розглядатимемо консервативний та ризиковий портфелі.

Унаслідок порівняння ризиковості портфеля та цінних паперів, що входять до нього, можна помітити, що ризиковість окремих цінних паперів вища від загально-го рівня ризику за портфелем, хоча їхня дохідність у цьому разі може бути значно меншою від загальної дохідності портфеля. Це означає, що у випадку включення до портфеля різних видів цінних паперів зменшується рівень ризику і не зменшується очікувана дохідність портфеля. Тобто збільшення кількості цінних паперів у портфелі не породжує систематичних змін у дохідності портфеля, зате зумовлює систематичне зменшення ризику портфеля.

Процес збільшення кількості видів цінних паперів у портфелі, результатом якого є зменшення ризику портфеля без зменшення його очікуваної дохідності, називають диверсифікацією портфеля. Ризик, що може бути практично зменшений до нуля завдяки включенню паперу до диверсифікованого портфеля цінних паперів, є несистематичним, або залишковим ризиком, ризиком підприємства чи диверсифікованим.

Ризик цінного папера, що не може бути ліквідований через диверсифікацію, вважають систематичним, ринковим, або недиверсифікованим. Для кожного з цінних паперів систематичний і несистематичний ризики можуть бути різними, як і загальний ризик.

Систематичний ризик – це мінімальний рівень ризику за портфелем, якого можна досягти диверсифікацією портфеля за допомогою великої кількості випадково

підібраних цінних паперів. Це мінімальний рівень ризику, притаманний фінансовим активам, які перебувають в обігу на певному ринку. Розмір систематичного ризику зумовлений видом фінансових активів, що є в обігу на конкретному ринку. Наприклад, розмір систематичного ризику ринку акцій значно перевищує ризик ринку державних цінних паперів.

Якщо вважати цінні папери, які використовують для розрахунку відомих фондових індексів, ринковим портфелем цінних паперів, то для нього можна розрахувати очікуваний дохід і стандартне відхилення. Очікуваний дохід за ринковим портфелем часто називають середньоринковим, а відповідну ставку доходу – середньоринковою дохідністю. Стандартне відхилення, обчислене для такого портфеля, відображає ринковий, або систематичний, ризик.

Перш ніж сформувати портфель, інвестору необхідно:

- вивчити перелік цінних паперів, що є в обігу на фондовому ринку України, оцінити їхні переваги й недоліки через критерії безпеки, прибутковості та зростання;
- мати первинну інформацію про емітентів і стан фондового ринку;
- визначитися з вибором типу портфеля та кількісним складом активів, що входять до нього;
- мати загальне уявлення про можливості диверсифікованості портфеля через співвідношення попиту та пропозиції в разі зміни цін і обсягу інвестицій.

Управління портфелем цінних паперів потрібно починати з:

- оцінки динаміки цін купівлі та продажу наявних у портфелі активів і рівня їхніх коливань;
- розрахунку рівня прибутковості цінних паперів, що формують портфель;
- визначення необхідного рівня прибутковості, що дає змогу врахувати рівень ризику вкладання коштів;
- розрахунку дійсної вартості цінних паперів, що дає змогу з'ясувати доцільність їхнього придбання;
- з'ясування терміну окупності інвестицій.

Ефективно розмістити всі кошти важко, тому під час формування портфеля цінних паперів інвестор повинен мати первинну інформацію про:

- динаміку курсів акцій та зміни інших фінансових інструментів;
- фінансове становище підприємств, які випускають цінні папери;
- історію виплати дивідендів та їхній розмір;
- порівняльну динаміку курсів акцій і фондового індексу;
- статистику галузевих циклів (група показників особливостей кризи, що характеризує депресії, піднесення галузі);
- щотижневу динаміку зміни індексу інфляції.

Світовий досвід засвідчує, що необхідно обмежувати розмір інвестицій у кожен вид цінних паперів приблизно до 10 % від загальної вартості всіх вкладень, а з розширенням портфеля цей показник може знижуватися до 5 %. Кількісне

включення цінних паперів у портфель припускає коливання від 8 до 20 найменувань активів. Особливості існування українського фондового ринку, його не-підкріплення промисловим зростанням, а отже, і прибутками, високий рівень інфляції, загальна неліквідність ринку, зміни курсу долара спонукають до того, що на початковому етапі формування портфеля має бути не менше 10 видів цінних паперів. Розумне поглинання фондовим ринком кількості цінних паперів за раціональної зміни їхньої ціни визначають як ліквідність ринку. Якщо ціни на активи зростають, а їхня кількість досить велика, то відбудеться перенасичення ринку й велика кількість активів у портфелі призведе до зниження прибутковості чи навіть до збитків. Регулювати такий портфель важко, тому інвестору необхідно визначитися з прийнятним кількісним включенням активів у портфель. Щодо розгляду основних видів цінних паперів, які включають у портфель, то, на думку вчених, це повинні бути акції як основна рушійна сила портфеля, високоприбуткові депозити (наявність високих банківських відсотків), ф'ючерсні контракти, облігації, консервативні депозити (нижчі відсотки), грошовий резерв.

Портфель цінних паперів формують за такими правилами.

1. Спочатку частина капіталу повинна бути передана на депозит інвестиційної компанії чи банку, причому компанію вибирають за принципом спадної прибутковості. Це дасть змогу одержувати щотижневий відсоток і реінвестувати його, а також диверсифікувати початкові вкладення і зменшити ризик.
2. На вільні кошти часто купують акції, які котируються; стабілізувати консервативну частку портфеля допоможе вексель, який дає невеликий, проте стабільний дохід. Частину коштів бажано вкласти у валюту, а потім сформувати грошовий резерв.
3. Після формування й апробації портфеля цінних паперів ним необхідно керувати. Як основний індикатор в управлінні портфелем використовують індекс інфляції. Якщо темпи зростання інфляції перевищують темпи зростання вартості портфеля, то його треба терміново перегрупувати для підвищення прибутковості, якщо ж, навпаки, темпи зростання вартості портфеля раптом багаторазово перевищать темпи інфляції, то необхідно проаналізувати його надійність.
4. Для активізації зростання портфеля його активи перегруповують відповідно до зростання частки ризикованих і високоприбуткових активів. У випадку, якщо прибутковість забезпечена, портфель стабілізують завдяки зворотному перегрупованню на користь стабільніших активів.
5. Основним впливом на склад і різновид портфеля може бути збільшення чи зменшення частки високоризикових вкладень. Наприклад, якщо потрібно перейти від консервативного портфеля до ризикового, тобто "розігнати" його, то всі вільні кошти скеровують в акції, які швидко зростають. У випадку, коли цього виявляється недостатньо, реалізують частину консервативних активів (можливо, з втратами), а отримані кошти скеровують у високопри-

буткові інвестиції. У цьому разі надійність портфеля знижується, по-перше, унаслідок скорочення консервативної частки, по-друге, через вимушене зниження рівня диверсифікованості (вибір високоприбуткових активів, зазвичай, невеликий). Потім, коли стан вирівнюється, швидкість зростання активів портфеля для зменшення ризику можна зменшити, виводячи з нього актив, що найшвидше зростає, і перерозподіляючи кошти серед порівняно консервативних компонентів портфеля. Проте така стратегія дуже ризикована, тому що надійність визначена тільки диверсифікованістю вкладень, а не результатами фінансового становища підприємства.

6. Якщо необхідно збільшити частку високоприбуткових вкладень, то всі вільні кошти треба спрямувати в активи, які швидко зростають, реалізуючи частину консервативних активів, навіть іноді з втратами. Надійність портфеля знизиться через зменшення консервативної частки активів і вимушене зниження рівня диверсифікованості.

Тактика ризику полягає в тому, що кошти потрібно вкладати, головню, в активи, які швидко зростають. Бажаним є придбання акцій провідних компаній, однак вони можуть бути занадто дорогими. Акції інших компаній на первинному ринку за низькими цінами придбати важко, а на вторинному ринку курс акцій ще не усталився. Якщо тенденція до сповільнення темпів зростання курсової вартості акцій посилюватиметься, то частину акцій необхідно продати. Не продають лише ті акції, потенціал яких не вичерпаний, а також якщо ціна не зменшилася нижче від банківських відсотків. Необхідно продати акції, курс яких знижується.

Трапляється, що акції не купують навіть у випадку зростання їхнього курсу. Це відбувається тоді, коли через високий темп зростання курсової вартості частка акцій провідних компаній у портфелі перевищує всі допустимі межі (зумовлені індивідуально конкретним інвестором) та дестабілізує його, що робить портфель занадто ризикованим. Для підтримки прибутковості акцій на незмінному рівні (прибутковість завдяки зростанню курсової вартості) їхній курс має зростати за експонентним законом. Виникає хибне коло: чим дорожча акція, тим швидше вона повинна зростати, інакше значно знизиться прибутковість. Проте курс акції не може зростати нескінченно. У цій ситуації необхідний індивідуальний підхід з урахуванням конкретної ситуації.

Однією з найважливіших характеристик ринку цінних паперів є показник його ліквідності. У нестабільних умовах у неліквідній формі бажано мати не більше 25 % активів. Вартість активів необхідно оцінювати за ринковою вартістю – останньою офіційно повідомленою ціною, за якою продають акції (облігації), чи за поточним котируванням. Ринкову вартість ще називають бруто-вартістю, проте оцінити ситуацію на цей момент недостатньо. Необхідно визначити розумні межі котирування цінних паперів, адже ті самі акції не можуть ні перебувати в ціновому аспекті на однаковому рівні, ні безмежно зростати. Тому виникає таке завдання: оцінити вартість активів у разі їхнього перетворення в готівку, тобто визначити

нетто-вартість активів. Оцінка за бруто-вартістю відображає загальний стан ринку цінних паперів на заданий момент, оцінка за нетто-вартістю – життєздатність певного виду цінних паперів.

Для того щоб ефективно керувати портфелем, необхідно збільшувати нетто-вартість. Для цього в портфель можна ввести ф'ючерси, а прибуток розмістити у великих банках, придбати акції на невеликі суми й недовго тримати їх у портфелі. Практика засвідчує, що оптимальний термін перебування акцій у портфелі повинен становити від двох тижнів до двох місяців.

Якщо ціни акцій знижуються, то дохід можуть давати ф'ючерси, проте невизначеність валютного курсу призводить до різких коливань ф'ючерсних котирувань (ф'ючерсний ринок складно прогнозувати). Щоб уникнути ризику локальних коливань, необхідно "грати" на декількох контрактах, які закривають відразу у випадку зростання котирувань. Це пов'язано з тим, що відкриття додаткових позицій порушує принцип диверсифікованості та збільшує ризик, зумовлений неплатоспроможністю розрахункових підприємств. Якщо котирування не змінюються, то додаткові інвестиції в "гру" на ф'ючерсах не дають відчутного прибутку й, природно, поєднані з підвищеним ризиком через неясність динаміки котирувань.

Інвестор, "граючи" на різниці цін між різними взаємозалежними фінансовими ринками через купівлю чи продаж ф'ючерсних контрактів, так страхує себе від несприятливої зміни валютного курсу. Розрив між темпами зростання курсу долара та поточними ставками за міжбанківськими кредитами створює передумови для стрибка ф'ючерсного курсу долара практично в усіх термінових контрактах, причому найбільший стрибок може виявитися за довготерміновими позиціями. Це короточасне явище чинить сильний стабілізуючий вплив на ринок.

Для балансування портфеля інвесторам необхідно частину коштів тримати в консервативніших активах. Цим активом портфеля можуть бути, наприклад, облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Зростання курсу ОВДП зумовлене порівняно низькими відсотковими ставками на міжбанківському кредитному ринку, посиленням загальної нестабільності ринку міжбанківських кредитів через їхнє неповернення, зміною курсу іноземної валюти.

Консервативну частину портфеля формує також такий фінансовий інструмент, як вексель. Він ґрунтується на рухові товару від однієї сторони до іншої, зобов'язує до його оплати. Вартість векселя дорівнює вартості товару та, на відміну від облігацій, з часом не змінюється. Вексель вигідніше придбати наприкінці терміну розміщення, що, зазвичай, становить два тижні, бо за цей термін ціна на вексель не збільшується.

Найпопулярніший спосіб збереження коштів – розміщення на депозитах – може мати два напрями вкладень: банки та фінансові компанії. У банках умови за термінами внесків нестабільні, а надійні банки пропонують незначний відсоток. Фінансові ж компанії збільшують ризик вкладень під великі відсотки. Вони повинні на вимогу інвестора надавати інформацію про використання коштів, що не завжди виконують.

Отже, у ході формування портфеля цінних паперів та керування ним необхідно виходити з таких умов: нові інвестиції не повинні підвищувати ліквідність портфеля; треба постійно зміцнювати консервативну частину портфеля; частина інвестицій має бути надкороткотерміною (один–два тижні).



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Дайте визначення інвестиційної діяльності підприємства.
2. Назвіть головні параметри розрахунків ефективності інвестованих коштів.
3. Які головні етапи політики формування інвестиційних ресурсів підприємства?
4. Розкрийте зміст поняття "реальні інвестиції".
5. Охарактеризуйте послідовність управління реальними інвестиціями.
6. Наведіть основні методи оцінки ефективності реальних інвестиційних проєктів.
7. Розкрийте економічну сутність фінансових інвестицій підприємства.
8. Перелічіть етапи управління фінансовими інвестиціями.
9. Охарактеризуйте основні типи портфелів цінних паперів.
10. Назвіть головні чинники, що впливають на формування інвестиційного портфеля.



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

1. Реальне інвестування – це ...

- а) вкладення у фінансові активи;
- б) реальні вкладення у матеріальні та нематеріальні активи;
- в) вкладення в акції, облігації та інші цінні папери;
- г) вкладення у довготермінові цінні папери.

2. Початкові капіталовкладення – це ...

- а) сума коштів, яка надійшла на рахунки підприємства на початок аналізованого періоду;
- б) теперішня вартість майбутніх грошових надходжень підприємства;
- в) майбутня вартість грошових надходжень підприємства;
- г) сума коштів, спрямованих на реалізацію проєкту капітального інвестування.

3. Чиста теперішня вартість – це ...

- а) майбутня вартість грошових потоків без початкових капіталовкладень;
- б) теперішня вартість грошових потоків без теперішньої вартості початкових капіталовкладень;
- в) різниця між теперішньою і майбутньою вартістю грошових потоків;
- г) різниця між початковими капіталовкладеннями і майбутньою вартістю грошових потоків.

4. Якщо $ЧТВ > 0$, то це означає, що ...

- а) проект неприбутковий;
- б) проект є ні прибутковий, ні збитковий;
- в) проект прибутковий;
- г) проект є малозбитковим.

5. Індекс прибутковості – це ...

- а) майбутня вартість грошових потоків, поділена на початкові капіталовкладення;
- б) теперішня вартість грошових потоків, поділена на теперішню вартість початкових капіталовкладень;
- в) відношення теперішньої вартості грошових потоків до їхньої майбутньої вартості;
- г) відношення початкових капіталовкладень і майбутньої вартості грошових потоків.

6. Період окупності інвестицій – це ...

- а) період, протягом якого діятиме інвестиційний проект;
- б) період, протягом якого роблять початкові капіталовкладення;
- в) період, протягом якого надходять додатні грошові потоки;
- г) період, необхідний для повернення початкових капіталовкладень.

7. Внутрішня норма рентабельності – це ...

- а) ціна джерел фінансування, за якої чиста теперішня вартість дорівнює нулю;
- б) ставка дисконтування, за якої індекс прибутковості більший від одиниці;
- в) ставка дисконтування, за якої теперішня вартість грошових потоків більша, ніж початкові капіталовкладення;
- г) ставка дисконтування, за якої чиста теперішня вартість дорівнює початковим капіталовкладенням.

8. Якщо внутрішня норма рентабельності більша, ніж ставка дисконтування, то ...

- а) проект збитковий;
- б) проект прибутковий;
- в) проект низькозбитковий;
- г) індекс прибутковості менший від одиниці.

9. Якщо індекс прибутковості більший від одиниці, то ...

- а) чиста теперішня вартість дорівнює нулю;
- б) внутрішня норма рентабельності менша, ніж ціна джерел фінансування;
- в) внутрішня норма рентабельності дорівнює ставці дисконтування;
- г) чиста теперішня вартість більша від нуля.

10. Модифікована внутрішня норма рентабельності – це ...

- а) дисконтна ставка, за якої теперішня вартість витрат проекту дорівнює кінцевій вартості проекту;
- б) ціна джерел фінансування, за якої чиста теперішня вартість дорівнює нулю;

- в) ціна джерел фінансування, за якої чиста теперішня вартість дорівнює початковим капіталовкладенням;
 г) ставка дисконтування, за якої індекс прибутковості більший від одиниці.



ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ

Задача 1. Нехай маємо змогу вкласти кошти у два інвестиційні проекти А і Б, тривалість дії яких становить шість років. У ці проекти потрібно вкласти 300 і 500 тис. грн, відповідно. Ставка дисконтування для проекту А становить 10 %, для проекту Б – 20 %.

Решту даних наведено у таблиці, тис. грн:

Рік	0	1	2	3	4	5	6
А	-300	100	200	10	30	40	50
Б	-500	200	200	50	50	100	20

Визначте доцільність інвестування в кожний з проектів за методом індексу прибутковості.

Задача 2. Інвестор має змогу інвестувати кошти в три незалежні інвестиційні проекти А, Б, В. Ціна капіталу для кожного проекту становить, відповідно, 10, 15, 20 %. Дані про початкові капіталовкладення, грошові потоки і терміни дії проектів наведені у таблиці, тис. грн:

Рік	0	1	2
А	-100	50	80
Б	-200	50	300
В	-400	200	500

Який проект ефективніший за методом внутрішньої норми рентабельності?

Задача 3. Перед інвестором є завдання вибрати ефективніший інвестиційний проект за допомогою методів дисконтованого терміну окупності, чистої теперішньої вартості та модифікованої норми рентабельності. Розмір капіталу інвестора становить 200 тис. грн, у тому числі власний капітал – 150 тис. грн, позиковий – 50 тис. грн, вартість власного капіталу становить 5 %, а позикового – 20 %. Усі інші необхідні дані наведені у таблиці, тис. грн:

Рік	0	1	2	3	4
А	-100	10	20	80	60
Б	-200	100	50	60	100



ЛІТЕРАТУРА

1. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент : учеб. курс / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, “Эльга-Н”, 2002. – 422 с.
2. Бланк І. О. Управління фінансами підприємств : підручник / І. О. Бланк, Г. В. Ситник. – К. : КНЕУ, 2006. – 780 с.
3. Гриньова В. М. Проблеми розвитку інвестиційної діяльності / В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О. П. Коюда. – Харків: ХДЕУ, 2002. – 314 с.
4. Інвестування : навч. посібник / [М. І. Крупка, Д. В. Ванькович, Н. Б. Демчишак]; за ред. д-ра екон. наук, проф. М. І. Крупки. – Л. : ЛНУ імені Івана Франка, 2011. – 320 с.
5. Черваньов Д. М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств : навч. посібник / Д. М. Черваньов. – К. : Знання-Прес, 2003. – 622 с.



УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

- 10.1. Сутність, чинники і види ризиків підприємницької діяльності.
- 10.2. Особливості ухвалення фінансових рішень в умовах ризику.
- 10.3. Методи дослідження фінансових ризиків.
- 10.4. Способи та інструменти управління фінансовими ризиками.

10.1. Сутність, чинники і види ризиків підприємницької діяльності

Люди дуже часто мають справу з ситуаціями, коли неможливо точно прогнозувати наслідки певних рішень або дій. Тому пошук способів зниження рівня невизначеності різних ситуацій завжди був і є актуальною проблемою. З часом люди виявляють певні взаємозв'язки та закономірності у функціонуванні різних систем. Більша визначеність (детермінованість) робить досліджувані системи керованішими чи прогнозованішими. Однак на практиці люди часто доходять лише до певної межі пізнання поведінки систем. Наприклад, у фізиці відомий принцип невизначеності Гейзенберга, згідно із яким принципово неможливо одночасно виміряти з довільною точністю координати й імпульс квантового об'єкта. У психології сформульовано закон неадекватності відображення людини людиною. Суть його полягає в тому, що жодна людина не може досягнути іншу людину з таким рівнем вірогідності, який був би достатім для ухвалення безпомилкових рішень у стосунках між людьми. Таких прикладів, де наука визнає фундаментальний характер невизначеності, є чимало. Хоча межі людського пізнання можуть розширюватись, однак нема підстав стверджувати про можливість повного усунення невизначеності у тій чи іншій сфері діяльності. А фінанси належать до сфер, де проблема невизначеності особливо актуальна як щодо пізнання поточної ситуації, так і, ще більше, для передбачення майбутніх подій.

Чим вищий рівень детермінованості певних управлінських ситуацій, тим вищого рівня компетентності рішень можна досягти внаслідок виявлення та осмислення відповідних закономірностей або ж завдяки перебиранню можливих ва-

ріантів за допомогою потужностей сучасної обчислювальної техніки. А чим більше певна ситуація нагадує азартну гру, тим менше переваг у компетентної особи над некомпетентною. Навіть компетентна особа перебуває в ситуації ризику, оскільки неможливо повністю нівелювати вплив випадкових чинників.

Треба розрізняти випадковості двох типів. Перший виникає тоді, коли подій так багато, що в їхньому перебігу практично неможливо розібратися; другий – коли в загалом детермінованих (динамічних) системах як завгодно малі невизначеності стану посилюються з часом, що робить прогнозування їхньої поведінки практично неможливим. Використання ймовірісно-статистичних методів виявилось ефективним у разі аналізування масових явищ і розробки теоретичних основ демографії й економічної статистики. Стосовно ж порівняно рідкісних або унікальних явищ, то розвиток математичної теорії експерименту переконливо й наочно довів вагомі переваги цієї концепції для обґрунтування рішень в умовах невизначеності, особливо обґрунтування ефективної стратегії поведінки. В аналізі таких проблем широко застосовують теорію ігор, теорію статистичних рішень. Саме вони дають змогу осмислити споконвічне існування протилежних підходів до розуміння природи випадковості, які пов'язані з іменами давньогрецьких філософів Демокріта й Епікура. Демокріт розглядав випадковість не як властивість природи, а як непізнане. Епікур же вбачав у природі об'єктивність випадковості. Ця дилема до кінця не вирішена й досі.

На думку відомого інвестора-практика У. Баффетта, ризик походить від незнання того, що особа робить. І справді, не знаючи чинників та характеру їхнього впливу в детермінованій ситуації, людина просто вибиратиме навгад деякі відомі їй стратегії поведінки. За такого випадкового вибору можлива як адекватна, так і неадекватна реакція на ситуацію. Наголосимо, що випадковість у такому разі має суб'єктивне, а не об'єктивне походження. Однак на практиці нерідко буває неможливо з'ясувати, чим зумовлені відхилення від сподіваного результату: незнанням через брак інформації та недосконалість методів вивчення ситуації чи об'єктивними чинниками, які принципово обмежують можливість пізнання.

Зазвичай, люди мають обмежений набір досить стереотипних стратегій поведінки, серед яких може й не бути такої, яка доречна у конкретній проблемній ситуації. Часто проблемну ситуацію доповнюють інші особи, які теж мають обмежений набір стратегій поведінки. Для аналізу взаємодії стратегій різних учасників конфлікту використовують математичний апарат теорії ігор. Водночас, можлива ситуація, коли продуктивніше дослідження не можливих стратегій окремих осіб, а чинників і закономірностей середовища загалом. Люди далеко не завжди налаштовані на такі дослідження, тому часто ухвалюють рішення, керуючись власними стереотипами, а не особливостями ситуації. Мотив такої поведінки полягає в економії енергії, значних витрат якої потребує інформаційно-аналітична робота. Якщо вибір стратегії поведінки певної особи легко спрогнозувати, то вона стає дуже вразливою у конкурентній боротьбі. Тому різноманіття доступних стратегій

і випадковий, непередбачуваний характер їхнього вибору в умовах конкуренції переважно є чинниками, що підвищують шанси особи на досягнення позитивних результатів.

Поняття випадковості досить часто пов'язують із хаосом. У побутовому розумінні слово "хаос" означає перебування чогось у стані безладу. В теорії хаосу воно визначене дещо по-іншому. Як відомо, теорія хаосу включає математичний апарат, що описує поведінку деяких нелінійних динамічних систем. Поведінка такої системи здається випадковою, навіть якщо модель опису системи детермінована. Теорія хаосу стверджує, що складні системи надзвичайно залежать від початкових умов, тому незначні зміни в навколишньому середовищі мають непередбачувані наслідки. Математичні системи з хаотичною поведінкою бувають детерміновані, тобто підпорядковані деякому строгому закону і, в певному розумінні, є впорядкованими. Динамічний (детермінований) хаос відрізняється від статистичного (стохастичного) тим, що він є певною фазою самоорганізації системи і здатен формувати принципово складні структури. Слово "динамічний" означає, що нема джерел флуктуацій, тобто безладних коливань. У формуванні поняття "динамічний хаос" провідну роль відіграли праці А. Пуанкаре, Н. Крилова, А. Колмогорова, Д. Аносова, Я. Синая, Д. Рюеля, Д. Такенса та інших вчених.

Математичними експериментами переконливо доведено, що у жорстко детермінованих системах глибина потрясінь навіть за незначної зміни деяких чинників може виявитись катастрофічною. З огляду на це факт високого рівня адаптивності реальних економічних систем треба розцінювати як аргумент на користь значної ролі випадковості в їхньому функціонуванні. Сама ж випадковість може мати як об'єктивне, так і суб'єктивне походження. Незважаючи на те, що дуже важко або й неможливо оцінити роль кожної з цих складових у конкретних ситуаціях, усе ж таки, з погляду фінансової практики, ризик потрібно розглядати як випадкову за природою можливість отримання позитивних або негативних результатів у разі ухвалення тих чи інших рішень.

Існують якісні та кількісні методи дослідження ризиків. Кількісні методи за рівнем залежності від фактичних даних поділяють на статистичні, експертні, змішані. Хоча якість таких досліджень дуже залежить від особистості конкретного аналітика, все ж деякі методи оцінки ризику стають важливими елементами системи управління в багатьох організаціях. Значним є поширення вимірювання ризику за допомогою ймовірності. Розрізняють суб'єктивну ймовірність як рівень впевненості особи у настанні деякої події та об'єктивну ймовірність.

Водночас є думка, що математики заплутали трактування ймовірності. Насправді проблема ймовірнісного висновку значно ширша, ніж проблема обчислення ймовірності. Тільки історична першість математичного трактування змогла привести до упередження, що ймовірність завжди означає частоту. Існують два абсолютно різні випадки ймовірності. Їх називають ймовірністю класу (або ймовірністю частоти) та ймовірністю події. Пізнання цих різновидів ймовірності потребує

принципово різних підходів. А надання людьми переваги одному з підходів визначають глибинні пласти культури того чи іншого суспільства.

З огляду на це дуже важливою є думка багатьох фахівців, що мешканці Заходу та Східної Азії тисячоліттями розвивали принципово різні системи мислення. І є дуже багато спільного в думках щодо природи цих відмінностей [22, с. 18]. Як стверджують фахівці, основою європейської думки є постулат про те, що поведінку як живих, так і неживих об'єктів, у тім числі людини, можна пояснити простими законами. Носії такого мислення схильні до класифікації, що допомагає їм з'ясувати, який закон діятиме щодо певного об'єкта. Формуючи висновки, вони надають перевагу використанню формальної логіки. А східні азіати розглядають процеси та явища у набагато ширшому контексті, намагаючись урахувати велику кількість чинників із нелінійними взаємодіями. За такого підходу формальну логіку майже не застосовують.

Очевидно, що така відмінність способів мислення мала б відобразитись і в методах оцінки ризику, які є важливими елементами культури управління. Як відомо, набуло поширення вимірювання ризику за допомогою ймовірності. Однак із самого початку розвитку відповідної теорії існувала двозначність у підході до обчислення цієї характеристики.

Ймовірність класу означає, що людина має знання про поведінку цілого класу подій, однак про реальні одиничні події вона не знає нічого, крім того, що вони є елементами цього класу. Наприклад, відомо, що в лотереї 1 000 квитків і 5 із них виграшні. У такій ситуації є знання про поведінку всього класу квитків. Проте з приводу кожного окремого квитка відомо лише, що він – елемент цього класу квитків. Також характерною рисою страхування є те, що воно має справу з цілим класом подій. Можна стверджувати, що прихильникам західного стилю мислення звичніше оперувати поняттям класу подій, ніж розглядати кожну подію як унікальну з урахуванням широкого комплексу взаємозв'язків. Однак часто поняття ймовірності класу механічно переносять і на унікальні події. Історія будь-якої галузі знань має приклади зловживання обчисленням ймовірності, які, згідно з зауваженнями Дж. С. Мілля, стали справжньою ганьбою математики [19].

У фінансовій практиці далеко не завжди можна застосовувати характерний для страхування підхід, в основі якого є поняття ймовірності класу. Часто доводиться ухвалювати рішення в унікальних фінансових ситуаціях. За таких умов ймовірність конкретної події означає, що відома низка чинників, які визначають результат, однак існують також інші важливі чинники, про які нічого не відомо. Тому ймовірність події не має нічого спільного з ймовірністю класу, окрім неповноти людського знання. У всьому іншому вони абсолютно різні.

Ймовірність унікальної події має важливі особливості. Тому будь-які посилання на частоту тут недоречні, оскільки аналіз стосується подій, які не належать до жодного класу. Наприклад, дослідник може вважати, що йому відомі мотиви людей, цілі, до яких вони прагнуть, і засоби, які вони планують застосувати для до-

сягнення цих цілей. У нього формується певна думка щодо результатів, очікуваних від дії цих чинників. Та цього знання недостатньо. Не можна наперед виключити можливість помилки в оцінці впливу окремих чинників або того, що не враховані деякі чинники. На думку деяких фахівців, імовірність унікальної події не допускає жодних числових оцінок.

Важливе практичне значення має класифікація ймовірності за ознакою унікальності події чи належності до класу подій у ході аналізування ризиків цінних коливань. Це стосується цін товарів і послуг, валютних курсів, відсоткових ставок, курсів цінних паперів. Принципово важливо обрати правильний підхід для аналізу фактичних чи можливих у майбутньому змін цін, які зачіпають інтереси суб'єкта господарювання. Очевидно, що на ціни можуть вплинути унікальні події, які не відбуваються із заданою частотою. Однак у науці і практиці набуло значного поширення використання статистичних методів і показників у дослідженнях руху цін на фінансових ринках. Статистичний підхід, як відомо, доречний під час вивчення масових явищ, коли виправдане застосування поняття ймовірності класу. А широко прийняте в сучасній фінансовій науці й практиці використання цього поняття щодо змін цін, які можуть бути зумовлені унікальними чинниками, є дуже дискусійним, хоча майже не піддається сумнівам.

Поняття ймовірності класу можна застосовувати лише тоді, коли закон розподілу випадкової величини є сталим. Однак необхідно враховувати вплив фундаментальних ідей тієї чи іншої культури на мислення людей і ухвалення ними рішень. Мислення сучасних європейців і американців сформоване під впливом давньогрецької філософії. Цікаво, що, за деякими винятками, такими як Геракліт, давньогрецькі філософи, зазвичай, стверджували, що світ не міняється, а якщо змінюється, то принаймні в стабільному напрямі й темпі. Це наклало відбиток на мислення сучасних людей Заходу. А на Сході послідовники давньокитайських мудреців вірять у постійні зміни. Рух у певному напрямі вони не розглядають як вказівку щодо продовження відповідної тенденції у майбутньому, швидше, це слугує їм орієнтиром високої ймовірності протилежних змін. Напевно, саме через вірність догмату стабільності європейські й американські вчені в дослідженнях випадкових процесів широко використовують нормальний закон розподілу, який означає постійну дисперсію випадкової величини. Це спричиняє чимало невідповідностей теорії та практики.

На підставі ідей про поділ систем на детерміновані й стохастичні, а також виділення ймовірності унікальної події та ймовірності класу подій можна стверджувати про існування певних стилів ухвалення рішень. Умовно можна окреслити три стилі оцінки та прогнозування ситуації. Один із них символізує азартна гра. Другий стиль виявляється, наприклад, у шаховій грі. Третій пов'язаний зі спекуляцією. Під спекуляцією тут розуміють не цінове здирицтво, а певний підхід до вивчення ситуації.

Азартний гравець не знає особливих чинників події, від якої залежить результат його ставки. Усе, що йому відомо, це частота сприятливих результатів

у серії подібних подій. Це знання не впливає на успіх гри. У самому людському житті є елемент азартної гри. За допомогою страхування людина може усунути деякі матеріальні наслідки несприятливих випадків. Фактично вона робить ставку на протилежні можливості. Для того, хто страхується, страхування є азартною грою. Його внесок буде марним, якщо страховий випадок не трапиться. Щодо некерованих природних подій людина перебуває у становищі азартного гравця.

З іншого боку, гравець у шахи має доступ до всієї інформації про ситуацію на шаховій дошці та можливі ходи. Хоча він може бути й не впевнений в оптимальності окремого ходу, однак може відкинути явно неефективні ходи. Невизначеність, що не піддається усуненню через великі обсяги перебирання можливих варіантів, можна значною мірою компенсувати обережним стилем гри. Зрозуміло, що шахіст не може повністю виключити елемент ризикованої гри, коли треба робити хід без достатньо глибокого прорахунку. Проте діяльність в умовах визначеності є його ідеалом. Гравець у шахи прагне повного контролю за елементами своєї діяльності.

У реальному світі людина зіштовхується з тим, що інші люди діють у власних інтересах, як і вона сама. Необхідність пристосовувати свою поведінку до поведінки інших людей робить її спекулянтном, для якого успіх і невдача залежать від здатності зрозуміти майбутнє без можливості точних розрахунків та досить глибокого перебирання можливих варіантів розвитку подій. У потоці подій суспільного життя нема стабільності правил. У сфері людської діяльності кількісні проблеми піддаються роз'ясненню тільки розумінням. Це означає, наприклад, що зменшення попиту на актив призведе до зниження його ціни. Однак не можна передбачити розмір цього зниження. Відповідь на це питання можна отримати тільки через розуміння. Саме в ігноруванні відсутності постійних зв'язків між економічними величинами полягає головний недолік будь-якого кількісного підходу до економічних проблем. У мінових співвідношеннях між різними товарами немає ні постійності, ні безперервності. Будь-яка нова інформація призводить до перебудови всієї структури цін. Спроби дослідити, що відбувається у свідомості людей, поглиблюють розуміння проблеми прогнозу майбутнього.

Очевидно, що розуміння тісно пов'язане з пізнанням зв'язків. Однак є чимало проблем практичного використання поняття "зв'язок". Одна із причин цього полягає в тому, що й досі поняття "зв'язок" не стало достатньо визначеним, чітко окресленим за змістом. А характер зв'язків тісно пов'язаний з випадковістю та ризиком. Досить узагальнено можна стверджувати, що зростання тісноти зв'язків знижує роль чинника випадковості.

Є спроби виразити зв'язок як процес обміну або потік [10, с. 44–46]: зв'язок – це обмін речовиною, енергією, інформацією між елементами системи та між ними і зовнішнім середовищем. Однак зв'язок може полягати не лише в обміні, а й в односторонньому перенесенні чогось. Тобто зв'язки не завжди є зворотними. До того ж речовина, енергія та інформація не можуть існувати поза зв'язками. Зв'язки

первинні щодо речовини, енергії, інформації. Наприклад, інформація є формою прояву зв'язку суб'єкта й об'єкта дослідження чи управління.

З урахуванням розглянутих міркувань, доцільно визначати зв'язок як можливість певних змін властивостей одних процесів чи явищ лише за умови змін властивостей інших процесів чи явищ. Ідеться не про будь-які зміни процесу чи явища, а про ті, які можуть відбутися лише внаслідок змін в інших процесах чи явищах, і (або) спричиняючи зміни в інших процесах чи явищах. Наголосимо, що в цьому визначенні зв'язку йдеться про можливість, яку необхідно відрізняти від дійсності. Можливість – це потенційне буття. Дійсність – це реалізована можливість, актуальне буття. Також зазначимо, що саме по собі виявлення змін у кількох процесах чи явищах, які вважають пов'язаними, не дає відповіді на питання про те, що є причиною, а що – наслідком.

Рівень можливості впливу одних процесів та явищ на інші визначає тісноту зв'язку. Зростання ж тісноти зв'язку знижує ризик. Відомим, проте не завжди точним засобом статистичного вимірювання тісноти зв'язку є коефіцієнт лінійної кореляції. Урахування надто вузького кола характеристик процесів та явищ може призвести до хибних висновків щодо існування або відсутності зв'язку між ними, прийняття псевдокореляції за істинну. Розглянуті міркування наводять на думку, що зв'язок – це категорія, більше споріднена з категорією змісту, ніж форми. Тобто потрібно намагатись, наскільки це можливо, якнайглибше проникнути у внутрішній механізм перебігу та взаємодії процесів і явищ, уникаючи пасток оманливого враження від деяких їхніх зовнішніх проявів.

Наприклад, сприйняття коефіцієнта лінійної кореляції як універсального вимірника взаємозв'язків може призвести до ігнорування важливих залежностей між процесами та явищами. З рис. 10.1 бачимо, що навіть очевидні залежності можуть мати коефіцієнт лінійної кореляції, який дорівнює нулю. Верхній рядок на рис. 10.1 демонструє, що коефіцієнт лінійної кореляції здатен відображати "зашумленість" лінійної залежності. Водночас, згідно з середнім рядком, цей коефіцієнт не реагує на зміну нахилу лінійної залежності. Для лінії у центрі рисунка коефіцієнт кореляції не визначений, оскільки дисперсія одного з показників дорівнює нулю. А в дослідженнях складних, нелінійних залежностей, відображених у нижньому рядку, відповідний коефіцієнт не допомагає взагалі. І процеси, у яких є такі залежності, можуть бути помилково зачислені до випадкових.

Можна стверджувати, що руйнування зв'язків – це одне з найважливіших джерел ризику. Однак ризик з'являється й через невідомий характер утворення нових зв'язків. Розриви й утворення зв'язків можуть мати як позитивні, так і негативні наслідки. Наприклад, угорський філософ Е. Ласло у 1987 р. виділив три категорії чинників, що здатні різко впливати на економічні системи [29, с. 60]: технологічні інновації; конфлікти й завоювання; порушення соціальної та економічної рівноваги, а саме: дефіцит товарів, фінансові кризи тощо.

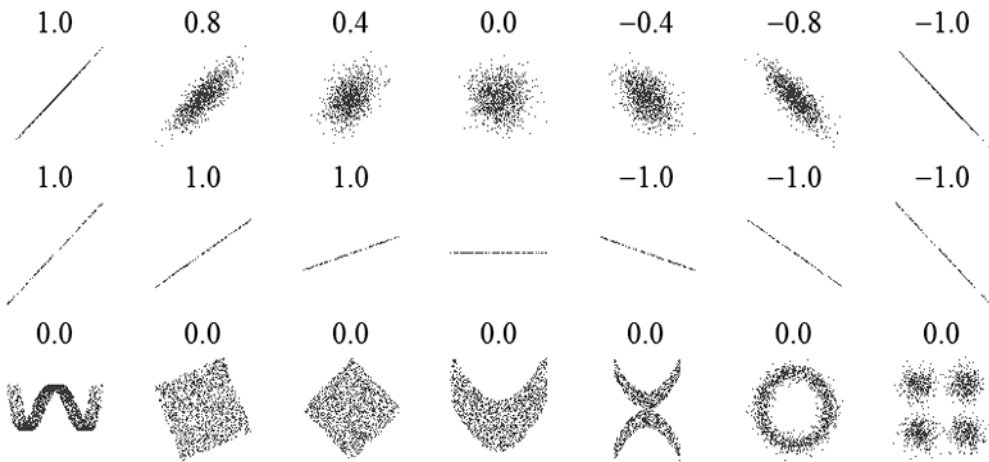


Рис. 10.1. Множина кореляційних полів

Досить узагальнено і наближено можна стверджувати, що між тісністю зв'язку та рівнем ризику існує обернена залежність. Водночас між кількістю реальних і потенційних зв'язків системи, іншими словами її складністю, з одного боку, та рівнем ризику, з іншого, – залежність пряма.

Ще раз наголосимо, що результати пізнання зв'язків і ризиків суттєво залежать від належності дослідника до тієї чи іншої культури. Що стосується носіїв східноазійської культури, то з визнання ними тісних взаємозв'язків між предметами впливає їхня віра у мінливість об'єктів під впливом середовища або навіть окремого його елемента. Ідею ж про те, що лише одна якась подія може змінити майбутнє, західна економічна думка відхилила. У цьому полягає причина невиявлення економістами поворотних точок економічної еволюції як на макро-, так і на мікрорівні. Реальна ж система зі зворотним зв'язком має довготривалі кореляції і тренди, тому що наділена пам'яттю про давні події, які впливають на рішення в теперішньому часі.

Через тенденцію до спрощення поглядів на життя у носіїв західного типу мислення розвинулась риса, яку соціальний психолог Е. Ленжер назвала "ілюзією контролю" [22, с. 130]. Цю рису визначають як віру людини у те, ніби вона здатна контролювати ситуацію, що насправді їй невідвладна. Однак така ілюзія іноді може привести людину до бажаних результатів.

Наприклад, група вчених із Великої Британії та США запропонувала пояснення еволюції самовпевненості. У їхній праці йдеться про самовпевненість не тільки як психологічну особливість деяких людей, а також як про явище, властиве цілим системам, наприклад, фінансовим інститутам або державам. Це явище вченим досить важко пояснити, оскільки вигоди, які воно дає, мають дискусійний характер. Адже самовпевненість спонукає людей іти на невиправдані ризики, братися за

виконання непосильних завдань. У підсумку, такі індивіди мали б частіше зазнавати невдач, ніж ті, хто реально оцінює свої можливості. У фінансовій сфері, згідно з такими міркуваннями, банки із самовпевненим керівництвом банкрутували б частіше, ніж із більш поміркованим. На перший погляд, реальна оцінка своїх можливостей є вигіднішою стратегією [37].

Учених цікавило, чи справді ця інтуїтивно зрозуміла схема працює. З'ясувалося, що це не завжди правильно. Зокрема, коли нагорода в деякій боротьбі, на яку впливають і випадкові чинники, щонайменше удвічі перевищує витрати, то самовпевненість виявляється корисною характеристикою. Цікаво, що рівень необхідної самовпевненості, виявляється, пропорційний до рівня ризиків. За словами вчених, до сфер, де самовпевненість є ліпшою стратегією, належать міжнародна політика, інтернет-бізнес і банківська сфера. Наприклад, міжнародна політика узгоджується з моделлю дослідників, оскільки витрати на її ведення порівняно незначні, тоді як нагорода в разі успіху велика.

Згідно з даними багатьох досліджень, континентальні європейці за особливостями мислення посідають проміжне місце між англо-американцями та східними азіатами. Тому, можливо, що саме в культурному середовищі континентальної Європи з'являться синтетичні підходи до ризик-менеджменту, можливість виникнення яких посилюється тим, що аналізувати економічні зв'язки та ризики, зумовлені їхнім формуванням, існуванням, зникненням, допомагає, певною мірою, класифікація ризиків. Як зазначено вище, дослідження складних зв'язків належить до пріоритетів східноазійської системи мислення, а класифікація різних об'єктів – до англо-американської.

За характером зв'язків ризики поділяють на систематичні (ринкові, цінові) та несистематичні (індивідуальні, специфічні). Систематичні ризики характерні для економіки або певного ринку загалом. Вони стосуються змін валютних курсів, відсоткових ставок, фондових індексів, поточних та ф'ючерсних цін товарів. До систематичних належать також інфляційний і дефляційний ризики. Такі ризики зачіпають фінансовий стан широкого кола учасників економічних відносин, тому не піддаються диверсифікації. Для дослідження цієї категорії ризиків потрібні принципи та методи аналізу складних систем. Несистематичні ризики стосуються окремих ділових одиниць, об'єктів інвестування тощо. Навіть суттєво впливаючи на фінансовий стан окремих осіб, вони можуть майже не зачіпати інтереси інших. Аналіз несистематичних ризиків за кожним окремим напрямом має багато особливостей і, відповідно, у разі великої кількості об'єктів цей аналіз стає дуже працемістким. Водночас управління несистематичними ризиками полегшується завдяки можливості їх диверсифікувати. До найважливіших несистематичних ризиків належить кредитний ризик – ризик невиконання своїх зобов'язань однією зі сторін угоди.

За сферою виникнення виділяють такі види ризиків: фінансування, інвестування, постачання, виробництва, збуту, транспортування, оподаткування.

За середовищем виникнення треба розрізняти внутрішні та зовнішні ризики. Зокрема, до зовнішніх належить податковий ризик, який зумовлений можливою зміною видів чи ставок податків, штрафних санкцій з боку податкових органів.

Залежно від можливих результатів прояву ризику бувають підприємницькі (динамічні) і чисті (статичні). Підприємницький ризик означає можливість отримання як збитків, так і прибутків унаслідок ухвалення господарських рішень. Наприклад, наперед не відомо, прибутковим чи збитковим виявиться деякий проект. Чисті ризики зумовлені можливістю отримання лише негативного результату в разі настання деяких подій (крадіжка, шахрайство, аварія тощо).

За доцільністю прийняття ризик зачисляють до однієї з таких груп:

- ризик, який необхідно прийняти як невід'ємну складову певного бізнесу;
- ризик, який можна собі дозволити;
- ризик, який не можна собі дозволити;
- ризик, який не можна не дозволити.

За рівнем можливого негативного прояву виділяють такі зони ризику:

- безризикова зона;
- зона допустимого ризику;
- зона критичного ризику;
- зона катастрофічного ризику.

Фінансовими можна вважати ті ризики, які генеруються у сфері розподільчих відносин. До фінансових належать кредитний ризик, ризик укладення не вигідних угод, ризик шахрайства, податковий ризик та різні види цінних ризиків: валютний, відсотковий, інфляційний тощо.

Значного поширення набула ідея Д. Рікардо про зв'язок прибутку з ризиком. На думку Й. Шумпетера [33], дуже вдало цю ідею розвинув американський економіст Ф. Найт, автор праці "Ризик, невизначеність і прибуток" [21], який зробив два важливі відкриття:

- виявив відмінність між страхованими ризиками і нестрахованою невизначеністю;
 - пов'язав нестраховану невизначеність зі швидкими економічними змінами.
- Ф. Найт розрізняв три типи ситуацій ухвалення рішень.

1. Ситуація визначеності, коли вибір конкретного плану дій серед можливих варіантів веде до відомого, точно визначеного результату.
2. Ситуація ризику, у якій вибір конкретного плану може привести до будь-якого результату з обмеженого кола варіантів. Однак для кожного плану відомі ймовірності можливих наслідків.
3. Ситуація невизначеності, для якої характерне те, що вибір конкретного плану дій може привести до будь-якого результату з обмеженого кола варіантів, але ймовірності їхньої реалізації невідомі.

Цей перелік треба доповнити ситуацією, коли невідомі не лише ймовірності, а й самі варіанти можливих наслідків утілення в життя конкретного плану.

Згідно з баченням Ф. Найта, ризик є вимірною невизначеністю. Цей економіст зазначив також, що є два види доходу: дохід за контрактом, або рента; залишковий дохід, або прибуток. За наявності невизначеності неможливо з'ясувати, яка частина доходу належить до того чи іншого виду. Одним із головних джерел невизначеності Ф. Найт уважав удосконалення виробничих процесів, методів організації тощо. Досить дискусійна теза цього фахівця про те, що ступінь передбачуваності зростає у разі, якщо нові знання виникають як наслідок цілеспрямованих роздумів, досліджень та експериментів. Серед механізмів, що сприяють зменшенню невизначеності (її трансформації у вимірний ризик), американський економіст виділив:

- страхування;
- збирання інформації про ділову кон'юнктуру;
- придбання інструкцій, призначених для керівництва цілеспрямованою поведінкою (такі інструкції продають юристи, проповідники, викладачі, різні експерти й консультанти);
- розподіл невизначеності між різними альтернативами.

У класифікації ризиків, виділяють ризики, зумовлені співвідношеннями фінансових показників, наприклад, кредиторської заборгованості і власного капіталу, постійних і змінних витрат тощо. Від них суттєво відрізняються операційні ризики, тобто ризики, пов'язані з окремими діями. Об'єктами операційного ризику можуть бути розрахунково-касові операції юридичних і фізичних осіб, трансакції через системи електронних платежів і через кореспондентські рахунки тощо. За характером прояву операційні ризики розділяють на декілька підвидів [15]:

- ризик витоку або руйнування необхідних для бізнес-процесів інформаційних активів. Умисне або випадкове видалення деяких файлів автоматизованої інформаційної системи (АІС) може призвести до неможливості виконання прийнятих на себе зобов'язань і завдання збитків своїм клієнтам;
- ризик використання в діяльності ділової одиниці необ'єктивних або сфальсифікованих інформаційних активів. Найпростіший приклад – фальсифікація платіжного документа. Складнішим варіантом є повторення раніше переданого платіжного доручення;
- ризик відсутності у керівництва підприємства об'єктивної та актуальної інформації. Цей вид ризику яскраво виявляється в атаках "відмова в обслуговуванні", які призводять до відмови і простою окремих компонентів АІС;
- ризик поширення невігідної або небезпечної для ділової одиниці інформації. Цей ризик має достатньо багато проявів – від чуток, компромату і наклепу до витоку з фірми документів, потрапляння яких у засоби масової інформації може завдати збитків.

Зрозуміло, що такі ризики стосуються не тільки основних бізнес-процесів організації, а й другорядних процедур. Прикладами цього можуть слугувати під-

міна головної сторінки веб-сервера або атака комп'ютера, де опрацьовують запити клієнтів.

До головних причин виникнення операційних ризиків належать [15]:

- недостатня кваліфікація персоналу організації, відсутність регулярних тренінгів і навчання;
- нерозуміння важливості інформаційної безпеки й недооцінка відповідних загроз;
- відсутність або недостатнє опрацювання процедур управління ризиками;
- відсутність ешелонованої системи захисту інформаційних активів організації.

Унаслідок прояву операційних ризиків можуть настати такі події: внутрішнє і зовнішнє шахрайство, помилки персоналу (умисні і через низьку кваліфікацію), збої автоматизованої системи та інших типів інформаційних систем, порушення процесів обробки і зберігання даних, недостатня захищеність АІС тощо. Усі ці наслідки призводять до завдання діловій одиниці прямих фінансових або непрямих збитків (втрата клієнтів, позови з боку постраждалих клієнтів тощо).

Отже, ризик – невід'ємна складова підприємницької діяльності загалом і фінансової роботи зокрема. *Фінансовий ризик* – це можливість настання різних результатів взаємодії учасників розподільчих відносин у грошовій формі. Дослідження ризиків тісно пов'язане з такими поняттями, як невизначеність, випадковість, зв'язок. Різноманіття ризиків зумовлює необхідність освоєння значного арсеналу методів управління ними. Водночас на характер управління ризиками впливає низка суб'єктивних чинників. Наприклад, чимало ризиків виникає через нерозуміння поведінки інших людей, підхід до пізнання ризику залежить від того, у якій культурі формувався світогляд людини, якість управлінських рішень залежить від психологічної стійкості людини за умов ризику тощо.

10.2. Особливості ухвалення фінансових рішень в умовах ризику

Як відомо, невизначеність є важливим чинником ризику. Нинішні управлінці озброєні цілим арсеналом інформаційних систем, які щодня поширюють тисячі новин у режимі реального часу. Завдяки електронним технологіям люди по всьому світу оснащені єдиною сигнальною системою, що покриває поверхню нашої планети щільною мережею. Тому всі дізнаються про важливі новини майже одночасно. У такій ситуації основна проблема не в тому, як швидко люди отримають інформацію, а в тому, наскільки правильно вони її розтлумачать. Якість оцінки інформації здатні суттєво знизити деякі психологічні особливості людей і кризовий характер ситуації.

Ще прусський військовий теоретик К. фон Клаузевіц писав, що вже після першої розвідки поза військовою зоною виникають непомірні труднощі [29, с. 266].

Проте вони стають набагато серйозніші в сум'ятті бою і в потоці нової інформації. Вірогідність успіху вища в одержувача суперечливої інформації, який зміг ухвалити правильне рішення після відповідної оцінки та критики. Значно гірше, коли наступна звістка підтверджує попередню, доки не спонукає до нового рішення. Такі рішення незабаром виявляються просто некомпетентними, а вся інформація, що надійшла раніше, – недостовірною. Значна частина повідомлень уводить в оману, а страхи людей стають ґрунтом для обману.

К. фон Клаузевіц зазначав, що людині надзвичайно важко дотримуватися оригінальної стратегії або здогадуватися, як її змінити, коли нервові клітини починають руйнуватися від невизначеності в потоці суперечливої інформації. Особливо небезпечно, коли особа перебуває під впливом кого-небудь. Навіть той, хто побудував свої власні плани, однак побачив їх у новому світлі, незабаром починає сумніватися в своєму попередньому рішенні. Його власна тверда впевненість повинна налаштувати його проти тиску зовнішньої думки. Люди легко роблять помилку, описану Клаузевіцом, потрапивши під потужний інформаційний потік. Вони відразу ж починають вірити, що умови відрізняються від первинного прогнозу. Якщо людина не звикне відділяти потрібне від непотрібного, то потік порожньої інформації і чуток незабаром зруйнує її світогляд.

Дуже корисним є знання деяких закономірностей поведінки людей в умовах ризику. Існування таких закономірностей переконливо доведене низкою науковців. Першу спробу застосувати психологію до економічної науки зробив, мабуть, французький психолог Г. Тарде. Він використав відповідну концепцію у 1881 р., а в 1902 р. написав на цю тему книгу. Французький філософ і політик Г. ле Бон у 1885 р. описав елементи цієї концепції в класичній праці "Натовп", опублікованій у 1897 р. За Г. Тарде і Г. ле Боном пішов М. Кларк, який у 1918 р. опублікував книгу "Економіка і сучасна психологія" [29, с. 114–115]. Згодом психологія стала важливим елементом у теоріях австрійських економістів Ф. Хайека, Л. Мізеса, Дж. Катони. Зокрема, Дж. Катона запропонував її американському економічному співтовариству в 40-х роках ХХ ст., використовуючи як основу для своїх теорій добре документовані, емпірично зібрані дані з реального життя. Він був першим науковцем, який зосередив увагу на психологічних проблемах макроекономічного рівня. Цей учений увів у загальну економічну теорію такі поняття, як відношення до чого-небудь, настрої та очікування (сподівання). Дж. Катона роками не міг визначитися з термінами "економічна психологія" і "психологічна економіка", доки не вибрав другий, опублікувавши "Психологічну економіку" в 1975 р., проте згодом запропонував новий термін – "поведінкова економіка". Однак термін "економічна психологія" з того часу набув більшого поширення.

Теорія перспективи, розроблена Д. Канеманом і А. Тверські у 1979 р., ґрунтується на документально підтверджених явищах економічної психології [29, с. 208–213]. Вона стверджує, що люди мають не обґрунтовану раціонально схильність бути менш готовими ризикувати прибутком, ніж збитками. Учені провели серію експе-

риментів, які засвідчили, що люди не ухвалюють розумних інвестиційних рішень, навіть якщо вони перебувають перед простим набором альтернатив. Одній групі людей запропонували таку дилему. Їм дали по 1 000 доларів, і просили вибрати одне з двох: гарантований заробіток у сумі 500 дол. або ж варіант 50 % шансів отримати 1 000 дол. і 50 % шансів не отримати нічого. Трапилося так, що 84 % учасників експерименту вибрали гарантований заробіток, тоді як лише 16 % вважали за краще зіграти на велику ставку.

Далі вчені запросили іншу групу. Людей після отримання 2 000 дол. попросили вибрати одне з двох: гарантований збиток на суму 500 дол. або 50 % шансів втратити 1 000 дол. і 50 % шансів не втратити нічого. Завдання було схоже з попереднім, оскільки в обох випадках ішлося про сподіваний кінцевий результат у сумі 1 500 дол. ($1000 + 500 = 1\,500$; $1000 + 0,5 \times 1\,000 = 1\,500$; $2\,000 - 500 = 1\,500$; $2\,000 - 0,5 \times 1\,000 = 1\,500$). А от результати виявились іншими: 31 % опитаних надали перевагу детермінованому збитку, 69 % вирішили поставити на менший збиток. У контексті закономірностей інвестиційної діяльності це можна сформулювати так: люди менше готові ризикувати втратою прибутку, ніж ризикувати, даючи змогу збиткам зростати.

Інше пояснення дав М. Алаїс у 1953 р., який розробив теорію так званого ефекту визначеності. М. Алаїс виявив, що люди надають перевагу отриманню певного прибутку невеликого розміру перед невизначеним прибутком набагато більшого розміру, навіть якщо ймовірність успіху висока. Існує також теорія для пояснення того, як люди поведуться, коли стикаються із втратами. Її називають теорією жалю і формулюють приблизно так: щоб мінімізувати відчуття жалю, коли людина ухвалила неправильне рішення, вона уникає дій, що роблять дуже очевидним для неї та інших, наскільки неправильним було це рішення.

Х. Шефрін і М. Статман у 1985 р. теж запропонували пояснення, чому люди не схильні до фіксування своїх збитків. Це теорія про так звані відділи мозку. Основний її постулат свідчить, що люди схильні розділяти діяльність на різні напрями і поводитися з кожним із них незалежно, замість того, щоб оптимізувати ціле. Продовження участі у збиткових інвестиціях, навіть якщо це утримує людей від інвестування тих же грошей у що-небудь інше, може бути симптомом цього феномену. Люди намагаються оптимізувати кожне окреме вкладення грошей, навіть якщо розуміють, що це може означати втрату взагалі будь-якої можливості.

Дуже цікаво, що коли відбувається тестування схильності до ризику за допомогою певних лотерей, то представники різних культур демонструють схожі результати. Наприклад, згідно зі звітом російських науковців від 1997 р. про експеримент, у якому брали участь московські студенти, результат з незначними відхиленнями збігся з даними таких же експериментів, проведених у США, Канаді, Китаї у 1991 р. [2]. Ставлення до ризику оцінювали двома способами: визначенням частки надання переваги більш ризиковим лотереям у запропонованих парах (метод прямого вибору) та виявленням мінімальної ціни продажу і максимальної

ціни купівлі кожної із запропонованих лотерей (метод достовірних еквівалентів). Перший з цих методів дав приблизно однакові частки надання переваги більш і менш ризиковим лотереям, а другий виявив, що респонденти в середньому нейтральні до ризику, хоча за низьких імовірностей позитивного результату (< 0,25) вони демонстрували значну схильність до ризику.

Можливим поясненням схожої поведінки носіїв різних культур у таких експериментах є простота ситуації. Рішення, що стосуються реальної економіки, складніші, ніж рішення щодо лотерей. І саме в складних ситуаціях виявляються відмінності способів мислення представників різних культур.

Цікавою формою взаємодії у сфері фінансів є агентські відносини, під якими розуміють відносини двох учасників, один з яких (замовник, принципал) передає іншому (агенту) свої функції. Принципал – це господар, від імені якого діє агент. За умов неповної інформації і неприйняття ризику принципал передає частину функцій з ухвалення рішень агенту і зацікавлений у його ефективній роботі. Агент стає довіреною особою принципала. У ситуаціях асиметричної інформації, коли одна зі сторін поінформована ліпше від іншої, виникає проблема морального ризику, тобто ризику зловживань з боку ліпше поінформованого учасника відносин. Агент має власну стратегію дій, і принципал вимушений це враховувати, пропонуючи стримувальні та стимулювальні чинники: обмеження, покарання, систему заохочень. Відносини між принципалом і агентом фіксують у вигляді контрактів, які не обов'язково мають письмову форму. Вигоди й недоліки такої ситуації розглядає теорія агента [18, с. 203–209].

У фінансовому менеджменті агентські відносини, або відносини принципал-агент, виникають, коли власники капіталу (принципали) делегують ухвалення інвестиційних і фінансових рішень менеджерам (агентам). Особливістю сучасної структури власності компаній є розподіл капіталу, ступінь якого відрізняється за країнами і сферами діяльності. Цей розподіл дає змогу залучати значні суми капіталу. Практика свідчить, що корпоративна, або акціонерна, форма організації уможлиблює реалізацію проектів, які потребують рівня технології, недоступного для компаній інших форм. Реалізація цих переваг щодо залучення капіталу передбачає передавання власниками функції оперативного контролю над активами агентам – професійним управлінцям.

Менеджери одержують винагороду за досягнення цілей, поставлених принципалом. Однак інтереси принципала й агента можуть не збігатись. Власник ризикує вкладеним капіталом, проте може тільки обмежено впливати на діяльність компанії. Зазначимо, що під власниками капіталу мають на увазі не тільки акціонерів, які володіють власним капіталом, а й кредиторів, що надають компанії позиковий капітал. На противагу власникам, агенти (управлінці) розглядають володіння акціями тільки як один аспект взаємовідносин з компанією. Для них компанія – це джерело заробітної плати, додаткових виплат, розвитку зв'язків тощо. Менеджер ухвалює рішення у ситуації невизначеності, тому не завжди його дії ведуть до по-

трібних результатів. Є сфери, на які він впливати не може, види ризику, які йому не підвладні.

Проте винагорода та інші блага менеджера часто залежать саме від зовнішніх впливів, а не від його намірів і зусиль. Будучи несхильними до ризику, менеджери для захисту своїх численних джерел вигод, серед яких акції – лише одне, іноді ухвалюють рішення, які вигідні їм особисто, на шкоду інтересам власників. Виникає конфлікт інтересів. Економісти називають конфлікти, що виникають у відносинах принципал–агент, агентськими проблемами, або агентськими конфліктами.

Зазначимо, що агентський конфлікт не є обов'язковим в агентських відносинах. Якщо нема невизначеності, тобто свободи вибору рішень агентом, і принципал здатний оцінити дії агента, то конфлікт не виникає. За погану роботу агент буде звільнений або позбавлений частини винагороди. В умовах невизначеності, якщо агент не уникає ризику, він весь ризик може узяти на себе і буде задоволений винагородою за результати. В цьому разі також не виникне конфлікту інтересів. Утім, два чинники визначають агентський конфлікт: неповнота інформації та несхильність до ризику.

Одним зі способів вирішення агентських проблем є формування системи контрактів, що передбачають урахування інтересів усіх учасників агентських відносин. Головне завдання системи контрактів – розподіл ризику між учасниками і гарантування, наскільки це можливо, отримання доходу відповідно до ризику. Іноді власники беруть на себе частину ризику, залишаючи за собою ухвалення рішень щодо певного кола питань. У цьому разі роль менеджера знижується. В деяких випадках весь ризик передають управлінцям, і, теоретично, вони повинні отримати право на весь залишковий дохід.

Для мінімізації ризику контракти повинні виокремлювати зовнішній ризик, не пов'язаний із зусиллями менеджерів, і передбачати винагороду за фактичний ризик. Як приклад, можна навести побудову системи винагороди на основі ціни акції. На ціну акції впливають як зовнішні, так і внутрішні чинники, тому контракти про винагороду небажано засновувати безпосередньо на зміні ціни акції компанії або тільки на динаміці прибутку. Треба враховувати перевищення ціни над середньоринковим рівнем або значеннями в аналогічних компаніях. Головний висновок агентської теорії узгоджується з концепцією співвідношення ризику і прибутковості, згідно з якою велика відповідальність і значний ризик повинні компенсуватися більшою прибутковістю. Передавання функції ухвалення рішень і прав на залишковий дохід менеджеру веде до більшої ефективності.

Ще одним теоретичним інструментом аналізу ситуацій конфлікту й узгодження інтересів є математична теорія ігор. За цією теорією, оптимальне рішення гравця залежить від його думки про можливі дії інших. Тому для розробки концепцій розв'язку треба вивчити, як індивідуальні гравці ухвалюють рішення, не знаючи, що робитимуть інші гравці. Повторювану гру визначають як гру, у якій група учасників очікує багаторазово взаємодіяти один з одним за схожих обста-

вин. Таку ситуацію моделюють за допомогою математичного апарату “дилеми в’язнів”, яка може бути обмежено або необмежено повторюваною. Обмежена кількість повторень могла б сприяти співпраці, бо гравці не впевнені щодо виплат чи можливих дій інших. Що ж стосується повторюваної дилеми в’язнів, то політика послуга-за-послугу (Tit-for-Tat, (TFT)) – бути “добрим” за початкової взаємодії з незнайомою особою, з якою очікуєш мати регулярні майбутні відносини, а потім просто повторювати кроки інших гравців – у багатьох випадках може бути найліпшою довготерміновою стратегією. Це засвідчило, що взаємний альтруїзм, від якого перевагу отримують інші, за умови, що взаємодія продовжуватиметься протягом невизначеного чи невідомого проміжку часу і що ставка у грі достатньо низька, є стабільним розв’язком дилеми в’язнів. Стратегія TFT буде прибутковою, якщо особи сподіваються часто співпрацювати у майбутньому.

Матриця (табл. 10.1) ілюструє одноразову гру у дилемі в’язнів. Два гравці можуть вибирати між співпрацею (*C*) або обманом (*D*). Якщо обидва виберуть обман, то виграш становитиме 0 для кожного. Якщо ж вони вирішать співпрацювати, то виграш становитиме 1 для кожного. Можливо також, що один із гравців обере співпрацю, тоді як інший – обман. У такій ситуації гравець, який обдурює, займає ліпшу позицію, ніж гравець який співпрацює. А саме: $a > 1$, $b < 0$, за умови, що $a + b < 2$. У цій одноразовій дилемі в’язнів існує лише одна точка рівноваги, якої досягають, коли обидва гравці обманюють. Це найстабільніша стратегія, оскільки жоден з гравців не хоче зазнати повного краху від того, що його дії передбачать.

Таблиця 10.1

Матриця виплат для дилеми в’язнів

	<i>C</i>	<i>D</i>
<i>C</i>	(1, 1)	(<i>b</i> , <i>a</i>)
<i>D</i>	(<i>a</i> , <i>b</i>)	(0, 0)

Раціональний актор *R* – гравець, який для відповіді обирає найліпшу з усіх можливих стратегію, тоді як механічний актор TFT – гравець, який використовує певну стратегію, яка не обов’язково є найліпшою. Той факт, що опонентом гравця *R* є гравець типу TFT, створює сильні стимули у гравця *R* для співпраці, оскільки послідовна співпраця з боку *R* приводить до отримання вигоди розміром 1 за один раунд для кожного гравця. До того ж, гравцю *R* нераціонально обдурювати у раунді *t*, а потім співпрацювати у раунді *t* + 1, оскільки це дає йому виграш у сумі $a + b < 2$ (за умови, що TFT співпрацював у раунді *t*). Співпраця буде раціональною для *R*, якщо він переконаний, що грає з TFT.

Для гравця, про якого думають, що він TFT, ліпше підтвердити ці очікування. Гравець TFT від початку обирає співпрацю, а потім повторює дії опонента у попередньому раунді. Це роблять для того, щоб схилити опонента до співпраці.

Гравець TFT, співпрацюючи, має змогу сформувати репутацію. Цим він заохочує інших гравців до співпраці. Іншими словами, щоб добре грати в цю гру, потрібно не перемогти свого опонента, а схилити його до співпраці, звичайно, за умови, що гравці справді хочуть, щоб гра закінчилась взаємною співпрацею. Сприятливі співпраці можна різними способами. Одним з них є покарання гравця, якщо він не співпрацює.

Використання математичного апарату свідчить, що за наявності оптимізаційних витрат TFT типи виживуть у конкуренції з раціональними акторами за умови, що кількість раундів у дилемі в'язнів буде достатньо великою. Цей результат ґрунтується на припущенні, що бути раціональним – дорого, тоді як бути TFT – не спричиняє значних витрат.

За допомогою дилеми в'язнів, що повторюється, моделюють цінову політику на олігополістичних ринках. Зазвичай, олігополісти співпрацюють один з одним, щоб уникнути витрат від "цінової війни". Подібна дилемна ситуація виникає також, коли дві фірми, що конкурують між собою, ухвалюють рішення щодо витрат на рекламу. Ефективність рекламної кампанії кожної фірми знижується зі зростанням витрат на рекламу в конкурента. Якщо обидві фірми одночасно ухвалюють рішення про збільшення витрат на рекламу, то їхні частки ринку і, можливо, виторги залишаються незмінними, а прибуток скорочується. З раціональних позицій, межею обсягу рекламних бюджетів є сума прибутку, визначена без урахування рекламних витрат. Утім, фірми можуть певний час працювати й зі збитком, щоб послабити конкурента. Можуть вони й укласти угоду про взаємне скорочення витрат на рекламу. Проте стимул її порушити завжди існуватиме.

Цікаво, що у 1960-х роках розроблено теорію рефлексії В. Лефевра, яка стала радянською альтернативою теорії ігор, популярної у США [12]. Як стверджував сам В. Лефевр, його рефлексивний підхід дає змогу за певних ситуацій перемогти супротивника, який дотримується стратегії теорії ігор. Дослідник схилився до думки, що панівний у науці фізичний підхід є неадекватним для опису живих істот узагалі, тим паче людини. До того ж, як важливі особливості людини, В. Лефевр назвав рефлексію та совість. Рефлексія – це здатність суб'єкта спостерігати за собою, а також формувати уявлення про хід думок інших суб'єктів. Можуть бути різні ранги рефлексії. У 1982 р. В. Лефевр виклав теорію про дві етичні системи у праці "Алгебра совісті" [13]. Згідно з цією теорією, можливі дві етичні системи: представники однієї сприймають компроміс між добром і злом як зло, представники іншої – як добро; відповідно, перші схильні до ескалації конфліктів, другі – до компромісу. Представники першої системи вирізняються колективізмом, а другої – індивідуалізмом.

Зазначимо, що перебування в ситуації ризику або участь в азартних іграх можуть суттєво змінити стиль мислення та поведінки людини. Одним із деструктивних варіантів таких змін є розвиток ігрової залежності (гемблінг-залежності,

ігроманії, лудоманії). Лудоманія – це патологічна пристрасть до азартних ігор, яка включена у реєстр психічних хвороб. Ігрова залежність веде до зниження соціальних, професійних, матеріальних та сімейних цінностей. Спекулятивну торгівлю на фондовому і валютному ринках багато хто також прирівнює до азартних ігор, особливо у зв'язку з доступністю такої торгівлі через Інтернет [34].

10.3. Методи дослідження фінансових ризиків

Ризикові рішення людям доводиться ухвалювати в умовах невизначеності. До найважливіших джерел невизначеності належать випадковість і складність. Складність зумовлена кількістю елементів певної системи та кількістю її внутрішніх і зовнішніх зв'язків. Невизначеність складної ситуації можна, в принципі, подолати. Однак це часто потребує надто великих витрат різних ресурсів: енергії, часу, грошей тощо. Витрат потребує як збирання, так і опрацювання інформації. Поведінка систем, де значну роль відіграють випадковість і складність, зовні виглядає неупорядкованою. Наприклад, дуже непросто буває виявити закономірності у змінах показників фінансової звітності підприємств.

Ситуацію, протилежну до порядку, прийнято називати хаосом. Зазвичай, під хаосом розуміли нерегульовану, випадкову, непрогнозовану поведінку елементів системи. Однак, окрім недетермінованого хаосу, розрізняють ще хаос детермінований. Його породжує не випадкова поведінка великої кількості елементів системи, а внутрішня природа нелінійних процесів. Часто не можна отримати аналітичні розв'язки рівнянь, що описують поведінку таких систем. Тому їхню поведінку досліджують, зазвичай, за допомогою комп'ютерного імітаційного моделювання, яке досить часто ґрунтується на концептуальних основах синергетики.

Синергетика розвивається на ідеях нелінійності як багатоваріантності та незворотності, глибини взаємозв'язку хаосу та порядку (випадковості й необхідності), відкритості явищ, які безперервно виникають за нелінійними законами. Предметом вивчення синергетики є механізми самоорганізації, тобто механізми самостійного довільного виникнення, порівняно стійкого існування та саморуйнування упорядкованих структур.

Згідно з положеннями синергетики, вихід системи із критичного стану відбувається стрибком у процесі фазового переходу в якісно новий стан з вищим рівнем впорядкованості. Стрибок – це вкрай нелінійний процес, за якого малі зміни параметрів системи, які називають керівними параметрами, викликають дуже значні зміни стану системи, її перехід у нову якість. Під точкою біфуркації розуміють стан певної системи, у разі досягнення якого стає можливою деяка множина варіантів її подальшого розвитку. Хоча вибір у точці біфуркації випадковий, відбувається він із заданої сукупності можливостей, які визначені характерними для відповідного середовища атракторами. Атрактор – стан, до якого

“притягуються” траєкторії руху системи. У синергетиці достатньо чітко зазначено, що жодними зовнішніми діями не можна “нав’язати” системі потрібну кому-небудь поведінку, а можна лише вибрати найвідповідніший із потенційно закладених у ній способів. На думку синергетиків, у реальному житті цей принцип дуже часто порушують, що іноді призводить до важких наслідків в економіці та інших сферах суспільного життя.

Поділ систем на динамічні (детерміновані) та статистичні (стохастичні) умовний, оскільки в багатьох випадках важко виявити відмінність між динамічним і статистичним хаосом. Лише за вихідними даними важко сказати, яким є досліджуваний процес: випадковим чи детерміновано хаотичним, бо не існує очевидної безпосередньої ознаки відмінності. Наприклад, аналізуючи фінансову звітність підприємства, важко відокремити ролі компетентності менеджерів та збігу обставин. Завжди будуть певні неточності та відхилення, навіть якщо їх заокруглювати чи не враховувати. Це означає, що будь-яка система, навіть якщо вона детермінована, містить елементи випадковостей. Щоб відрізнити детермінований процес від стохастичного, потрібно знати, що детермінована система завжди розвивається одним і тим же способом від заданої відправної точки.

Коли ж нелінійна детермінована система зазнає зовнішніх збурень, траєкторія її руху постійно спотворюється. До того ж дія збурень посилюється через нелінійність, і система виявляє цілком нові динамічні властивості. Статистичні випробування, у ході яких дослідники намагалися відокремити збурення від детермінованої основи поведінки системи або ізолювати їх, зазнали невдачі. Під час взаємодії між нелінійними детермінованими компонентами та збуреннями виникає динаміка, яку традиційні випробування на нелінійність іноді не здатні фіксувати.

Зазначимо, що прогресивний менеджмент орієнтується на перехід від аналітичних до імітаційних моделей. Імітаційні моделі хоча часто й не мають аналітичних розв’язків, проте дають змогу точніше відображати реальність. Таке відображення стало можливим завдяки сучасній обчислювальній техніці, використання якої цілком відповідає духу синергетики як теорії спільної дії. Об’єднання творчих можливостей людини та обчислювального потенціалу комп’ютерів може дати вражаючі результати пізнання різних процесів і явищ. Водночас межі застосування кожної імітаційної моделі треба визначати дуже обережно, ретельно зіставляючи результати великої кількості реалізацій моделі з фактичними даними про поведінку реальних систем.

В економічній науці є чимало прикладів некоректного використання аналітичних інструментів статистики в аналізі поведінки складних систем, зокрема, фінансових ринків. Ще до того, як повністю сформулювали широко відому гіпотезу ефективного ринку, виявляли винятки, які ставили під сумнів припущення про нормальність розподілу змін ринкових цін. Одна з аномалій виявлена, коли М. Осборн у 1964 р. зобразив графічно функцію розподілу змін цін фондового

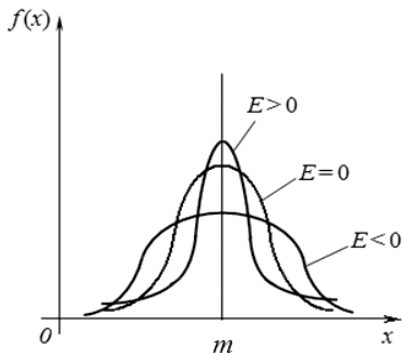


Рис. 10.2. Нормальний розподіл та розподіл з ексцесом

ринку і назвав їх “приблизно нормальними”. Це було незвичайне спостереження, оскільки хвости цього розподілу відрізнялися властивістю, яку статистики називають “ексцес”. М. Осборн помітив, що вони товстіші, ніж мали б бути, однак не надав цьому значення. Це відповідає ситуації, коли значення ексцесу перевищує нуль ($E > 0$ на рис. 10.2). За нормального ж розподілу $E = 0$.

Дуже важливо, що стаття Б. Мандельброта, опублікована того ж 1964 р., містила докази можливої належності змін цін на ліквідних ринках до стійких розподілів Парето, для яких характерна невизначена, або нескінченна дисперсія. П. Кутнер спростовував це

твердження, яке серйозно послаблювало гіпотезу про нормальний розподіл. Він пропонував альтернативу, яка полягала в тому, що сума нормальних розподілів може давати розподіл з товстими хвостами, який однак залишається гаусівським. Такі дебати тривали майже десять років.

Незважаючи на дискусійність основних положень, фінансова наука поповнювалась ідеями сучасної портфельної теорії, автор якої Г. Марковіц ще у 1952 р. визначив дисперсію розподілу можливих фінансових результатів як міру ризику інвестиційного портфеля. Як відомо, дисперсію сукупності показників прибутковості певного активу визначають за такою формулою [23, с. 36]:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (r_i - r_\mu)^2, \quad (10.1)$$

де σ^2 – дисперсія, r_μ – середнє значення прибутковості активу; r_i – i -те значення показника прибутковості активу; n – кількість вимірювань прибутковості активу.

Дисперсія виражає рівень розсіювання можливих прибутків відносно середнього значення. Квадратний корінь з дисперсії, або стандартне відхилення, дає змогу виміряти ймовірне значення відхилення прибутковості від середнього значення. Використовуючи концепцію очікуваного прибутку Осборна, можна оцінити вірогідність відхилення реального прибутку від середнього. Чим ширше розсіювання, тим більшим буде стандартне відхилення, і тим ризикованіша інвестиція. Саме по собі використання дисперсії потребує того, щоб можливі фінансові результати інвестиції були нормально розподілені. Якщо рух цін акцій відповідає випадковому блуканню, то, за законом великих чисел, розподіл змін цін повинен бути нормальним, а дисперсія – скінченною. Інвесторам треба володіти портфелем з якнайвищим очікуваним прибутком для певного рівня ризику. Важливо, що в теорії інвесторів уважали не схильними до ризику.

Дослідження фактів переконливо свідчать про те, що зміни цін на ринках капіталу не відповідають нормальному розподілу. Якщо ж прибутки від цінових коливань не є нормально розподіленими, то чимало методів статистичного аналізу, зокрема, такі способи діагностики, як використання коефіцієнтів кореляції, серйозно підривають до себе довіру, оскільки можуть давати помилкові результати. Застосування моделі випадкових блукань до зміни ринкових цін також видається сумнівним. Дійшовши висновку про те, що цінові коливання не відповідають нормальному розподілу, не треба дивуватися, якщо волатильність (мінливість) виявиться дуже нестійкою. Причина в тому, що дисперсія стійка й обмежена тільки для нормального розподілу, а ринки капіталу, за постулатом Мандельброта, підлягають стійким розподілам Парето.

Наголосимо, що Мандельброт визначав поняття "фрактал" як структуру, що складається із частин, які в певному значенні подібні до цілого [16]. Однак це визначення, зважаючи на нечіткість, не завжди правильне. Можна навести чимало прикладів самоподібних об'єктів, які не є фракталами. У найпростішому разі невелика частина фрактала містить інформацію про весь фрактал. Проте самоподібність – це хоча й необхідна, але далеко не достатня властивість фракталів. Головна ж особливість фрактальних об'єктів полягає в тому, що для їхнього опису недостатньо стандартної топологічної розмірності. Для фракталів характерна геометрична складність рельєфу. Тому використовують спеціальне поняття фрактальної розмірності, введене Ф. Хаусдорфом та А. Безіковичем. Б. Мандельброт вбачав ознаки фрактальності у цінових коливаннях. Загалом досить слушною виглядає думка, що формальна подібність структур на різних рівнях процесів та явищ зовсім не обов'язково означає відкриття єдиного глибинного принципу існування певних об'єктів дослідження, і не варто зловживати ідеєю фрактальності.

Важливо пам'ятати, що у прикладній статистиці використовують поняття гетероскедастичності, яке означає неоднорідність спостережень через непостійність дисперсії випадкової помилки регресійної моделі. Гетероскедастичність протилежна до гомоскедастичності, яка характеризує однорідність спостережень, тобто сталість дисперсії випадкових помилок моделі. Фінансова ж теорія розвивалась на піставі припущення про гомоскедастичність фінансових показників, яке не відповідає реальності. Властивість гетероскедастичності випадкових помилок спричиняє неефективність оцінок, отриманих за допомогою методу найменших квадратів. Тому статистичні висновки про якість отриманих оцінок можуть бути неадекватними. З огляду на це, тестування моделей на гетероскедастичність є однією з необхідних процедур під час побудови регресійних моделей. Гетероскедастичність видно на графіках, де розсіювання точок може змінюватися залежно від значення змінних. Приклад гетероскедастичності регресійної моделі показано на рис. 10.3.

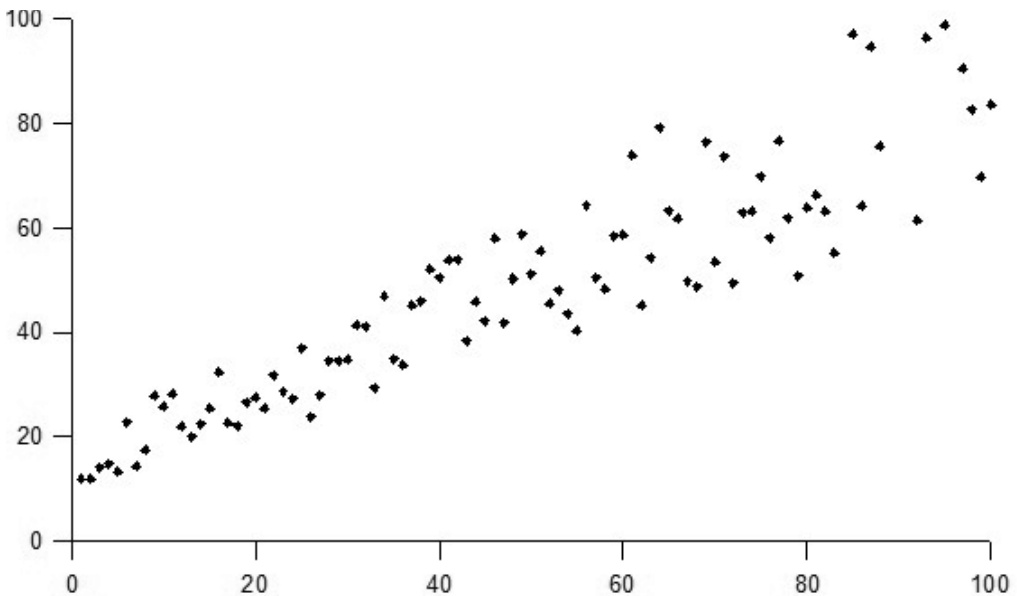


Рис. 10.3. Зростання дисперсії помилки зі збільшенням значення незалежної змінної

Оскільки гетероскедастичність знижує ефективність застосування звичного апарату статистичних досліджень, то її намагаються штучно обмежити. Для цього використовують, наприклад, зважений метод найменших квадратів, заміну вихідних даних їхнім логарифмом тощо. Досить адекватним можна вважати метод визначення "сфер компетенції" моделей, у кожній з яких дисперсія помилки порівняно стабільна, і використання комбінації моделей. Отже, окрему модель застосовують тільки у сфері її компетенції, і дисперсія помилки не перевищує заданого граничного значення.

Окрім аналізу фактичних даних, ризик економічних систем досліджують за допомогою моделювання. Моделювання процесів та явищ із використанням ЕОМ дає змогу оцінити поведінку систем за різних наборів вхідних параметрів, а також є порівняно недорогим методом дослідження. Відповідна практика отримала назву "імітаційне моделювання".

Імітаційне моделювання використовують, коли:

- експерименти безпосередньо з реальним об'єктом надто дорогі, неможливі чи небезпечні;
- неможливо побудувати адекватну аналітичну модель певної системи, зокрема, через дію випадкових чинників;
- необхідно дослідити поведінку системи в часі.

У разі імітаційного моделювання систему, яку вивчають, замінюють достатньо точною моделлю. Експериментування з моделлю може стати чинником формування й розвитку розуміння суті явища без випробувань на реальному об'єкті.

Часто трапляються об'єкти дослідження, втім числі й у сфері підприємницької діяльності, для яких з різних причин не розроблені аналітичні моделі або методи обґрунтування рішень. У цьому разі замість аналітичної моделі можна використати імітаційну.

Імітаційне моделювання дає змогу імітувати поведінку системи в часі. Водночас перевагою є те, що перебіг подій у моделі можна регулювати: уповільнювати в одних випадках та пришвидшувати в інших.

Доктор технічних наук К. Ткачук пропонує загальну схему (рис. 10.4) формування й використання імітаційної моделі особою, що ухвалює рішення (ОУР) [31].

Загалом процес побудови математичних моделей у прикладних задачах можна розділити на два етапи.



Рис. 10.4. Алгоритм імітаційного моделювання у процесі ухвалення рішень [31]

Перший етап – це формалізація експертних знань, унаслідок якої формують структуру моделі. Під час побудови економічних моделей цей етап найважливіший. У дієвій економічній моделі залишається, зазвичай, небагато вільних параметрів, що мають чітку змістовну інтерпретацію. Ці моделі вузько спеціалізовані й мають фіксовані межі застосування.

Другий етап – налаштування (ідентифікація) параметрів моделі за емпіричними (експериментальними) даними. Він значно важливіший для інформаційних моделей, коли дані є чи не єдиним, на що можна опертися. Інформаційні моделі мають багато вільних параметрів, які часто не піддаються змістовній інтерпретації. Тому інформаційні моделі універсальніші. Одна й та ж модель, скажімо, бінарне дерево рішень або нейронна мережа, може бути використана для класифікації позичальників банку і діагностики фінансового стану його самого. Серед інформаційних моделей чимало “чорних ящиків”, які здатні непогано розв’язувати практичні задачі, проте внутрішня логіка цих рішень залишається загадкою навіть для експертів у відповідній предметній галузі.

У сфері імітаційного моделювання виділяють три підходи [9]. Системна динаміка і дискретно-подієве моделювання – це традиційні підходи, агентне моделювання – порівняно новий. Системна динаміка стосується, головню, неперервних у часі процесів, тоді як дискретно-подієве й агентне моделювання – дискретних.

Агентне моделювання донедавна було академічним напрямом. Проте зростання попиту на методи оптимізації з боку бізнесу спонукало провідних аналітиків звернути увагу саме на агентне моделювання і його об’єднання із традиційними підходами для отримання повнішої картини взаємодії складних процесів різної природи.

Різні підходи до імітаційного моделювання треба оцінити за рівнем абстракції. Системна динаміка, замінюючи індивідуальні об’єкти їхніми агрегатами, передбачає найвищий рівень абстракції. Дискретно-подієве моделювання використовується у низькому та середньому діапазоні абстрагування. Що стосується агентного моделювання, то його можна застосовувати практично на будь-якому рівні. Агенти можуть символізувати клієнта або продавця на низькому рівні абстракції, або ж підприємства, які конкурують на високому.

У розробленні моделей можна використовувати концепції і засоби з декількох методів моделювання, наприклад, в агентній моделі використати методи системної динаміки для імітації змін стану середовища або в безперервній моделі динамічної системи врахувати дискретні події. Наприклад, управління постачанням за допомогою імітаційного моделювання потребує опису учасників ланцюга поставок як агентів: виробники, продавці, споживачі, склади. Саме ж виробництво описують за допомогою дискретно-подієвого моделювання. Поставки є дискретними подіями, однак попит на товари можна описувати безперервною систем-

но-динамічною діаграмою. Можливість поєднувати підходи дає змогу точніше описувати процеси реального життя, а не підлаштовувати реальний процес під доступний математичний апарат.

Для поповнення арсеналу ідей, які можуть посилити управління фінансовими ризиками, зазначимо, що у 1987 р. американські вчені П. Бак, К. Візенфельд, Ч. Танг розробили концепцію для пояснення поведінки складних систем, тобто систем, що містять мільйони елементів, які взаємодіють на малих відстанях [35, 36]. Вони запропонували теорію самоорганізованої критичності. За цією теорією, багато складних систем природно еволюціонують до критичного стану, у якому мала подія викликає ланцюгову реакцію, що може вплинути на будь-яку кількість елементів системи. Хоча у складних системах відбувається більше незначних подій, ніж катастроф, ланцюгові реакції всіх масштабів є невід'ємною частиною динаміки. Як впливає з теорії критичності, що самоорганізовується, малі події викликає той же механізм, що й великі. До того ж складові системи ніколи не досягають рівноваги, а натомість еволюціонують від одного метастабільного стану до іншого.

Концепція критичності, що самоорганізовується, – це холистична теорія. Холізм, як відомо, – філософія цілісності. Мається на увазі, що глобальні характеристики, такі як відносна кількість великих і малих подій, не залежать від мікроскопічних механізмів. Саме тому глобальні характеристики системи не можна зрозуміти, аналізуючи її частини окремо.

У межах теорії самоорганізованої критичності розглядають так званий слабкий хаос, який суттєво відрізняється від повністю хаотичної поведінки. Якщо невизначеність зростає за степеневим, а не за експоненціальним законом, то говорять, що система еволюціонує на межі хаосу. Ця поведінка, названа слабким хаосом, є результатом самоорганізованої критичності. Повністю хаотичні системи характеризують інтервалом часу, виходити за межі якого під час прогнозування неможливо. Що дуже цікаво, у слабкохаотичних системах такої характеристики нема, і тому вони допускають довготермінове прогнозування. Однак ученим наразі не вдалося переконливо з'ясувати, чи справді неточність економічних прогнозів зростає з часом за степеневим, а не за експоненціальним законом.

Оскільки складові системи містять багато компонентів, а їхню поведінку визначає велика кількість взаємодій, то дослідники, імовірно, не в змозі побудувати математичні моделі, які були б одночасно і абсолютно реалістичними, і такими, що піддаються теоретичному аналізу. Тому вони змушені вдаватися до простих ідеалізованих моделей, що відображають суттєві риси реальних систем. Якщо ці прості моделі стійко поведуться щодо різних модифікацій, то результати розрахунків за ними можна екстраполювати на реальні ситуації.

Теорія складності виявляє, що поєднання локальної випадковості і глобального порядку породжує процеси, які стійкіші стосовно навколишніх умов. Це означає, що системи, у тому числі й економічні, можуть адаптуватися до навколишніх

умов, реагуючи, на перший погляд, непередбачуваним чином. Це стосується як держав, ринків, підприємств, так і окремих домогосподарств. Поведінка систем, здатних на досить складне функціонування, непрогнозована, і тому вони виграють у змаганні з іншими системами. Статичні ж системи, що реагують лише лінійно, приречені на зникнення. Їхні можливості до пристосування вичерпуються у боротьбі з гнучкішими конкурентами.

10.4. Способи та інструменти управління фінансовими ризиками

Узагальнення теорії і практики управління ризиками дає змогу виділити такі *способи* цілеспрямованого впливу на їхній рівень:

- інформаційне забезпечення;
- організаційне забезпечення;
- диверсифікація;
- лімітування;
- страхування;
- самострахування (резервування);
- хеджування;
- застава й завдаток;
- гарантія і поручительство;
- закладення ризику в ціну.

Нині інформація має статус загальноновизнаної соціально-культурної цінності, хоча й не існує єдиного визначення цього поняття. А деякі вчені взагалі включають інформацію до фундаментальних категорій, які не виводяться через простіші поняття. Наприклад, засновник кібернетики Н. Вінер говорив: "Інформація – це інформація, а не матерія, і не енергія". З огляду на це не дивно, що властивості інформації простіше описувати на конкретних прикладах, а не загально. Тому під інформацією, залежно від ситуації, можуть розуміти дані, факти, знання, сигнали, відомості, повідомлення. Інформацією можуть називати як лише структуровані певним чином дані, так і відомості незалежно від форми їхнього подання. Існує також думка, що дані стають інформацією лише в момент їхнього використання.

Звернення до якісного боку інформації породило низку підходів до визначення цього поняття та до його використання у різних сферах. Одним із таких підходів є аксіологічний, що пов'язує поняття інформації з поняттям цінності. У межах цього підходу можна виділити два варіанти визначення поняття цінної (корисної) інформації, тобто інформації, яка сприяє досягненню певної мети. Якщо ймовірність досягнення мети велика, то цінність інформації визначають за критерієм мінімізації витрат на досягнення цієї мети. Якщо ж досягнення мети

малоймовірно, то мірою цінності інформації може слугувати зміна ймовірності досягнення мети до і після отримання інформації.

Хоча інформаційний простір суспільства об'єднує різних людей та сприяє вирівнюванню їхніх інформаційних можливостей, не треба забувати про проблему асиметричності інформації [18, с. 203–209]. В економіці асиметрична інформація є тоді, коли одна сторона трансакції інформована ліпше, ніж інша. Наприклад, зазвичай, продавець знає про продукт більше, ніж покупець, проте можлива і протилежна ситуація. Асиметрія інформації виявляється на різних сегментах ринку фінансових послуг: страхування, кредитування, торгівля цінними паперами тощо. У теоретичних розробках згадують різні сигнали відсутності намірів зловживати меншою інформованістю інших учасників трансакції.

Наприклад, основою для укладення страхового договору є невизначеність. А в разі неможливості розподілу клієнтів на групи за рівнем ризику страхові компанії запроваджують єдиний для всіх страховий тариф. У підсумку клієнти з низьким рівнем ризику переплачують за нього. Утім, без інформації про клієнтів страховик робить так званий негативний відбір. Цієї ситуації можна було б уникнути, якби учасники ринку мали однакову інформацію про ризик. Наслідком негативного відбору є неефективна робота ринку, тобто неефективне розміщення ресурсів за його допомогою. З проблемою негативного відбору та інформаційної нерівності також пов'язаний так званий моральний ризик. Наприклад, придбання страхового полісу індивідом може спонукати його частіше ризикувати. Унаслідок цього зростають витрати страхової компанії, що веде до збільшення страхового тарифу для всіх, а не тільки для винуватця збільшення витрат.

Банки ж у разі надання кредиту занижують процентні ставки, вимагаючи надійного заставного забезпечення. Банкіри розуміють, що високі процентні ставки можуть відлякати, насамперед, надійних клієнтів, що мають помірно рентабельні проекти й не схильні до ризику. З іншого боку, аферист може погодитися на будь-які процентні ставки, лише б отримати кредит. Утім, за допомогою застави знижують кількість ризикованих проектів, які приймають для кредитування, і частку несумлінних позичальників.

На практиці для профілактики різноманітних зловживань на рівень асиметричності інформації має впливати також держава, регулюючи відносини у сфері формування та використання інформаційного простору, зокрема, узаконюючи деякі таємниці.

У цьому контексті важливо розглянути проблему повноти й чіткості інформації в ході визначення характеру й обсягів фінансових зобов'язань. Наприклад, дослідження взаємозв'язків інформації та ризику невиконання зобов'язань свідчить, що сучасні механізми банкрутства ґрунтуються на теорії неповних контрактів. Повний контракт мав би визначати, які заходи треба застосовувати у кожному конкретному разі. Тобто повний контракт мав би чітко визначити, що робити

у разі, коли позичальник не спроможний розрахуватись за своїми борговими зобов'язаннями. Такий контракт мав би не тільки деталізувати пріоритети у черзі задоволення боргових вимог, а й чітко визначати правила забезпечення залишку незадоволених вимог, як і висвітлити питання контролю за діяльністю боржника та виконанням усіх вимог.

Договори не є повними з декількох причин. Першою причиною є складність і затратність. Операційні затрати, яких потребує врахування всіх можливих деталей, що можуть виникнути в ході виконання договору, є вагомою перешкодою для досягнення інформаційної повноти контракту. Однак це пояснення не вичерпне, оскільки якби це була єдина причина, то закон про банкрутство не відхилив би умови контракту, як це, зазвичай, відбувається. Ця проблема належить, хоча й дещо відрізняється, до теорії стандартних контрактів.

Важливим моментом є існування відмінностей у переконаннях і знаннях щодо різних подій, які впливають на фінансовий стан боржника. Зокрема, боржник може вірити в те, що очікувані виплати кредиторю є більшими від тих, які, на переконання кредитора, можна буде отримати від боржника. Боржник може вважати, що ймовірність неплатежу дорівнює нулю, а очікувані виплати близькі до обіцяної процентної ставки. Кредитор може думати, що ймовірність дефолту є суттєвою. Фундаментальне судження у літературі з питань сигналізування полягає в тому, що передача або узгодження всієї інформації, яка міститься в контракті, є досить дорогою процедурою, яка, однак, менш дорога для сторони, що намагається подати позитивний сигнал.

Зменшення інформаційного потоку внаслідок його узагальнення може більше додати до ефективності, ніж до компенсації можливих втрат. Стандартний механізм банкрутства може бути сконструйований у контексті обмеження діапазону допустимих сигналів. Є побоювання щодо того, що коли настане час оскарження умов контракту, будь-яке відхилення від стандартного контракту буде інтерпретоване не на користь сторони, яка підписала умови нестандартного контракту. Цей факт перешкоджає запровадженню інновацій у договорах, однак не пояснює того, чому уряди не дозволяють підписувати контракти, які містять положення, альтернативні до офіційних положень, що регулюють перебіг процедур банкрутства. Інші причини полягають у тому, що підприємство, зазвичай, має більше ніж одного кредитора, які можуть відрізнитися за перевагами, а також укласти контракт асинхронно щодо інших кредиторів. Умови, які визначені різноманітними угодами, можуть навіть взаємно суперечити одні одним, створюючи правову колізію. Крім того, така невпевненість породжує збільшення премії, яку вимагають за ризик, а отже, посилює борговий тиск на боржника, обмежуючи зростанням процентних ставок його гнучкість.

Це застереження дуже важливе, зважаючи на те, що фактично будь-яка умова договору зачіпає інші сторони. Водночас це стосується як тих, хто уклав офіційні

договори, так і тих, які уклали неофіційні договори з відповідними неофіційними правами. Стандартний механізм банкрутства полегшує тягар інформаційної роботи, покладений на ці сторони. Він може вплинути на повернення позик більше порівняно з договірними заходами впливу. Хоча механізм банкрутства і заповнює прогалини договорів, проте він не є самодостатнім, бо, зазвичай, не забезпечує простої формули, яку можна автоматично застосовувати. Двозначність часто виникає щодо пріоритетності вимог різних кредиторів. Також інколи беруть до уваги інтереси інших співвласників. Тоді як уся залишкова вартість мала би бути передана кредитору, коли підприємство неспроможне виконати зобов'язання в ході простих процедур банкрутства, на практиці власники акцій першого випуску, зазвичай, зберігають суттєву частку активів.

Окрім юридичної невизначеності, досить часто трапляються розбіжності щодо оцінки справедливої вартості підприємства і, як наслідок, адекватної компенсації кредиторам акціями підприємства-боржника, що аргументують тим, ніби ринок лише тимчасово недооцінив акції проблемного підприємства. Коли власники акцій можуть вважати, що кредитори отримали більше, ніж це передбачає вартість їхніх вимог, кредитори можуть вважати, що вони отримали занижену компенсацію.

У наш час інформаційні й організаційні чинники управління ризиками, голов-но, визначені потужними комп'ютерними системами, що керують величезними базами даних і стали невід'ємним атрибутом життєдіяльності як великих корпорацій, так і невеликих компаній. Проте наявність даних сама по собі ще недостатня для поліпшення показників роботи. Потрібно вміти трансформувати "сірі дані" у корисну для ухвалення важливих рішень інформацію. У цьому й полягає головне призначення технологій data mining – електронної розвідки даних.

Data Mining – це сучасна концепція аналізу даних, які спочатку можуть бути неточними, різнорідними, містити пропуски, маючи гігантські обсяги. Необхідність регулярного аналізу таких даних виникла внаслідок розповсюдження інформаційних технологій, що дають змогу детально протоколювати процеси виробництва, торгівлі, розподілу. Буквально data mining перекладають як видобування, або розкопку, даних. Альтернативний термін, що більш-менш набув поширення, – інтелектуальний аналіз даних. Існує безліч визначень Data mining, однак загалом вони збігаються у виділенні головних ознак. Г. Піатецький-Шапіро, один із провідних світових експертів у галузі data mining, дав таке визначення: "Data mining – це процес виявлення у сирих даних раніше невідомих нетривіальних практично корисних і доступних для інтерпретації знань, необхідних для ухвалення рішень у різних сферах людської діяльності".

Насправді за складом розв'язуваних задач data mining практично не відрізняється від стандартного набору засобів, які використовують уже понад пів-століття у сфері статистичного аналізу даних, пошуку закономірностей і навчання на основі прецедентів. Головна відмінність полягає в ефективності алгоритмів і технологічності їхнього використання. Більшість класичних процедур має ква-

дратичний або навіть кубічний, залежно від кількості об'єктів, час виконання. За кількості об'єктів, що перевищує декілька десятків тисяч, вони працюють неприйнятно довго навіть на найсучасніших комп'ютерах. Спеціалізовані алгоритми data mining здатні розв'язувати ті ж задачі за лінійний або навіть логарифмічний час без значної втрати точності.

Знаходження прихованих закономірностей у даних, взаємозв'язків між різними змінними, моделювання і вивчення складних систем на основі історії їхньої поведінки – ось предмет і завдання data mining. Результати data mining – емпіричні моделі, класифікаційні правила, виявлені кластери тощо. Їх можна потім інтегрувати в системи підтримки ухвалення рішень і використовувати для прогнозування майбутніх ситуацій.

Необхідність автоматизованого інтелектуального аналізу даних стала очевидною, особливо через величезні масиви історичної та нової інформації. Важко навіть приблизно оцінити обсяг щоденних даних, нагромаджуваних різними компаніями, державними й науковими організаціями. Іншою причиною зростання популярності data mining є об'єктивність одержуваних результатів. Людині-аналітику, на відміну від машини, завжди властивий суб'єктивізм. Людина, тією чи іншою мірою, є заручником уявлень, що вже склалися. Іноді це корисно, однак часто завдає великої шкоди.

І, нарешті, data mining дешевший. Виявляється, що вигідніше інвестувати гроші у рішення data mining, ніж постійно утримувати значний штат висококваліфікованих і дорогих професійних статистиків. Data mining зовсім не виключає людської ролі, проте значно спрощує процес пошуку знань, роблячи його доступним для ширшого кола аналітиків, що не є фахівцями у статистиці, математиці або програмуванні.

З погляду управління ризиками, найкорисніші такі функції data mining: виявлення сумнівних операцій, аналіз кредитних ризиків, аналіз достовірності клієнтських рахунків, прогнозування фінансових показників, контроль ризиків.

Сьогодні більшість провідних світових виробників програмного забезпечення пропонує свої продукти й рішення у сфері data mining. Зазвичай, це системи, у яких були реалізовані різні математичні алгоритми аналізу даних. Вони мають розвинутий графічний інтерфейс, широкі можливості візуалізації та маніпулювання даними, забезпечують доступ до різних джерел даних тощо. Можна виділити такі групи систем data mining [7].

1. Предметно-орієнтовані аналітичні системи. Ці системи розв'язують вузький клас спеціалізованих задач.
2. Статистичні пакети. Це потужні математичні системи, призначені для статистичного опрацювання даних будь-якої природи. Вони охоплюють численні інструменти статистичного аналізу, мають розвинуті графічні засоби.

3. Нейронномеревеві пакети. Це широкий клас різноманітних систем, що є ієрархічними мережевими структурами, у вузлах яких містяться так звані нейрони. Мережі тренуються на прикладах і, у багатьох випадках, дають добрі результати прогнозів. Головним недоліком нейронних мереж є труднощі в інтерпретації результатів. Тренована нейронна мережа є “чорним ящиком”, роботу якого неможливо зрозуміти і контролювати.
4. Пакети, що реалізують алгоритми “дерево рішень”. Цей метод використовують тільки для розв’язування задач класифікації. Це його серйозне обмеження. Результатом роботи методу є ієрархічна деревоподібна структура класифікаційних правил типу “Якщо...То...”. Перевагою методу є здатність поділу даних на велику кількість класів.
5. Еволюційне програмування. Це підхід, згідно з яким у системі формують декілька генетичних ліній програм, які конкурують між собою щодо точності вираження досліджуваної залежності.
6. Системи оцінок на основі аналогічних випадків. Ці системи знаходять серед минулих ситуацій близькі аналоги теперішньої та вибирають той варіант дії, який був для них правильним.
7. Обмежене перебирання. Ці алгоритми розраховують частоти комбінацій простих логічних подій у класах даних.

Нині є суперечливі оцінки ефективності різних алгоритмів data mining. Загалом можна стверджувати, що успіх різних досліджень і якість ухвалених рішень залежатиме від правильності поєднання функцій обчислювальної машини та людини. Експерт, озброєний засобами швидкого опрацювання інформації, у кінцевому підсумку отримуватиме ліпші результати, ніж фахівець, що покладається лише на власний інтелект.

Як відомо, головний ресурс організації – її працівники. Кожний представник трудового колективу не тільки здатен виконувати свої безпосередні обов’язки, а й бачить організацію зсередини, зі всіма її перевагами та недоліками, перспективами і проблемами. І кожен знає щось особливе, може мати цінну думку.

У підсумку майже вся необхідна для компанії інформація вже є всередині неї. Однак вона розсосереджена серед усіх працівників і зрідка доходить до керівництва. Навіть ключові менеджери, що працюють безпосередньо з директором, можуть повністю не висловлювати своїх думок через особливості характеру, відсутність мотивації, внутрішні конфлікти, брак часу тощо. На залучення консультантів, тренінги й дорогі дослідження витрачають значні кошти, проте їхня ефективність часто нижча від очікуваної. Потрібен лише інструмент, який допоможе зібрати і належно опрацювати наявну інформацію.

Сучасні технології, засновані на взаємодії людей, дають змогу створити такий інструмент. Є системи, здатні збирати інформацію воедино, опрацьовувати її та

подавати у вигляді конкретних результатів. Це може бути прогноз продажів або ймовірність банкрутства постачальника, нові ідеї з приводу скорочення витрат чи проекту автоматизації виробництва, вибір ліпшого партнера або оцінка стратегічного рішення щодо розширення чи скорочення товарної номенклатури.

Прикладом реалізації таких технологій є Collective Intelligence Systems – платформа, до якої входять продукти Idea Manager, Forecasting Manager, Project Planner і Prediction Markets. Вони, зокрема, забезпечують пошук нових ідей, інновацій, прогнозування продажів, допомогу в управлінні проектами, відстеження й ідентифікацію ризиків, ухвалення стратегічних та оперативних рішень. У підсумку, використовуючи вже наявний ресурс, організація отримує абсолютно нові можливості.

Згідно зі світовою практикою, до головних механізмів зниження операційних ризиків належать [15]:

- планування процедур управління операційними ризиками і, зокрема, управління інформаційною безпекою;
- регулярний аудит фінансової компанії щодо зниження операційних ризиків (у тім числі аудит безпеки);
- реєстрація всіх виконуваних в інформаційних системах дій;
- аутсорсинг непрофільних активів (у тім числі інформаційних систем);
- забезпечення банківської таємниці (хоча ухвалення законів про боротьбу з відмиванням незаконних доходів останнім часом серйозно ускладнило це завдання);
- забезпечення безперервності бізнес-процесів.

Досить узагальнено і наближено можна стверджувати, що між тісною зв'язку та рівнем ризику існує обернена залежність. Водночас між кількістю реальних і потенційних зв'язків системи, іншими словами, її складністю, з одного боку, та рівнем ризику, з іншого, – залежність пряма. Ця теза значною мірою суперечить принципу диверсифікації, згідно з яким, наприклад, інвестор, що вклав гроші лише в один об'єкт, ризикує більше, ніж інвестор, діяльність якого пов'язана з різними об'єктами інвестування. Проте, з іншого боку, чим більше об'єктів управління, тим важче їх контролювати. Тому диверсифікація доцільна, коли ділова одиниця не має змоги впливати на певну категорію об'єктів незалежно від того, чи такий об'єкт один, чи їх багато. Коли ж менша кількість об'єктів управління забезпечує ліпшу якість цього управління, то не варто бездумно вдаватися до диверсифікації, оскільки спеціалізація може бути набагато ліпшою стратегією.

Можна зіштовхнутись і з псевдодиверсифікацією. Наприклад, цінам акцій властивий рух, що тісно пов'язаний із загальноринковою тенденцією. А оскільки сучасні фондові ринки глобалізовані, то відомі одночасні різкі обвали курсів акцій по всій планеті. Так само й ціни боргових цінних паперів прив'язані до середньоринкової процентної ставки чи кредитного рейтингу певної країни. Для сучасної глобалізованої економіки характерні не стільки тіснота і стабільність

зв'язків між діловими одиницями, скільки зростання кількості та рівня мінливості цих зв'язків.

Схожий з диверсифікацією ефект може забезпечувати лімітування, яке полягає у визначенні максимальної суми допустимих збитків від одного проекту, від взаємодії з одним контрагентом тощо.

Зростання мінливості цін у сучасній економіці актуалізує пошук способів обмеження цінових ризиків. Хеджування – це спосіб управління ризиками цінових коливань, який полягає в тому, що ціну майбутньої операції фіксують наперед. До інструментів хеджування належать форварди, ф'ючерси, опціони, свопи.

Важливо пам'ятати, що різні методи управління ризиками треба застосовувати узгоджено, а не ізольовано один від одного. Наприклад, підвищуючи ціну, можна формувати запас міцності щодо інфляційного, валютного та кредитного ризиків. Однак наголосимо, що надто високі ціни можуть спричинити проблему негативного відбору, яка полягає в тому, що угоди з діловою одиницею укладатимуть лише ті клієнти, які наперед налаштовані не повертати боргів. Окрім того, необхідно забезпечувати інтеграцію методів управління ризиками в загальну систему управління підприємством.



ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Що таке ризик?
2. Які є класифікації ризиків?
3. Що таке фінансовий ризик?
4. Які теорії можна використати для аналізу фінансових ризиків?
5. Які є кількісні методи аналізу ризиків?
6. Для ризику цінових коливань характерна ймовірність класу подій чи ймовірність унікальної події?
7. Який вплив культурних чинників на методи управління ризиками?
8. Які є методи управління ризиками?
9. Чи можливе регулювання фінансових ризиків нефінансовими методами?
10. Чи можливе регулювання нефінансових ризиків фінансовими методами?



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

1. До головних чинників ризику належить ...
 - 1) конфлікт;
 - 2) випадковість;
 - 3) недостовірна інформація;
 - 4) організаційна структура підприємства.

- 2. Інструментарій для оптимізації взаємодії з іншими суб'єктами за наявності різних інтересів та альтернативних стратегій пропонує ...**
 - 1) економічна теорія;
 - 2) синергетика;
 - 3) теорія хаосу;
 - 4) теорія ігор.
- 3. Оцінювати можливі наслідки унікальних ризикових рішень можна за допомогою ...**
 - 1) статистичних методів;
 - 2) теорії ігор;
 - 3) імітаційного комп'ютерного моделювання;
 - 4) теорії асиметричної інформації.
- 4. Фінансовими вважають ризики, пов'язані з ...**
 - 1) загальним фінансовим результатом підприємства;
 - 2) чинником випадковості у перерозподільчих процесах;
 - 3) використанням фінансових інструментів управління ризиками;
 - 4) конфліктом фінансових інтересів.
- 5. У сучасній портфельній теорії як міру ризику використовують ...**
 - 1) дисперсію;
 - 2) ексцес;
 - 3) імовірність повної втрати вартості активів;
 - 4) усе перелічене.
- 6. Поняття ймовірності класу найдоречніше застосовувати у ...**
 - 1) хеджуванні;
 - 2) аналізі венчурних проектів;
 - 3) страхуванні;
 - 4) прогнозуванні цін.
- 7. Проблему морального ризику розглядають у ...**
 - 1) сучасній портфельній теорії;
 - 2) теорії перспективи;
 - 3) торії ігор;
 - 4) теорії агента.
- 8. Близьке до нуля значення коефіцієнта лінійної кореляції двох показників, зазвичай, означає ...**
 - 1) досить тісний лінійний зв'язок;
 - 2) відсутність тісного лінійного зв'язку;
 - 3) складний нелінійний зв'язок;
 - 4) 2 або 3.
- 9. Неточність економічних прогнозів зростає зі збільшенням прогнозного періоду за таким законом ...**
 - 1) степеневим;

- 2) експоненціальним;
- 3) поліноміальним;
- 4) ще невідомим.

10. Рівень фінансових ризиків підприємств регулюють ...

- 1) їхні фінансові менеджери;
- 2) державні органи;
- 3) біржі похідних фінансових інструментів;
- 4) усі перелічені.

**ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ**

Сплануйте хеджування процентного ризику операцій з облігаціями.

Розрахуйте необхідну кількість ф'ючерсних контрактів для хеджування ризику базових активів.

Розрахуйте вартість облігаційної позики в разі використання хеджування за умови зменшення процентних ставок у 0,7 раза від попереднього рівня.

Розрахуйте вартість облігаційної позики в разі використання хеджування за умови зростання відсоткових ставок в 1,3 раза.

Підприємство планує залучити піврічну облігаційну позику на фінансування потреби в оборотних коштах у сумі 100 000 грн.

Потреба в кредиті виникне через два місяці. Протягом цього терміну можуть відбутися зміни процентних ставок.

Поточна ставка за кредитами, розрахована як ефективна доходність з кварталним періодом складного процента, становить 30 % річних.

Як інструмент хеджування процентного ризику розглядають ф'ючерсні контракти. На ф'ючерсному ринку торгують контрактами, базовими активами яких є тримісячні облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Ф'ючерсна ціна ОВДП з поставкою через два місяці становить 950 грн за номіналу 1 000 грн.

**ЛІТЕРАТУРА**

1. Арнольд В. И. Теория катастроф / В. И. Арнольд. – М. : Едиториал УРСС, 2004. – 128 с.
2. Белянин А. Отношение россиян к риску и выбор в условиях неопределенности: экспериментальное исследование : науч. докл. – М.: РПЭИ / Фонд Евразия. – 1998. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.eerc.kiev.ua/default%2Fdownload%2Fcreator%2Fworking_papers%2Ffile%2F504a49380712d0e70398d4ae3f31f75bff0cc7a7.pdf.

3. Бланк И. А. Управление финансовой безопасностью предприятия / И. А. Бланк . – К. : Ника-Центр; Эльга, 2004. – 784 с.
4. Бланк И. А. Финансовый менеджмент : учеб. курс; 2-е изд., перераб. и доп. / И. А. Бланк . – К. : Ника-Центр; Эльга, 2004. – 656 с.
5. Винер Н. Кибернетика, или управление и связь в животном и машине / Н. Винер; 2-е изд. – М. : Наука ; Главная редакция изданий для зарубеж. стран, 1983. – 344 с.
6. Воронцов К. В. Вычислительные методы обучения по прецедентам. Введение / К. В. Воронцов // Федеральное государственное бюджетное учреждение науки Вычислительный центр им. А. А. Дородницына Российской академии наук [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ccas.ru/voron/download/Introduction.pdf>.
7. Дюк В. А. Data Mining: учеб. курс / В. А. Дюк, А. П. Самойленко. – СПб. : Питер, 2001. – 368 с.
8. Кардаш В. А. Конфликты и компромиссы в рыночной экономике / В. А. Кардаш. – М. : Наука, 2006. – 248 с.
9. Карпов Ю. Г. Имитационное моделирование систем. Введение в моделирование на AnyLogic 5 / Ю. Г. Карпов. – СПб. : БХВ-Петербург, 2005. – 400 с.
10. Катренко А. В. Системний аналіз об'єктів та процесів комп'ютеризації : навч. посібник / А. В. Катренко. – Л. : Новий світ – 2000, 2003. – 424 с.
11. Кричевский М. Л. Интеллектуальные методы в менеджменте / М. Л. Кричевский. – СПб. : Питер, 2005. – 304 с.
12. Лефевр В. А. Конфликтующие структуры / В. А. Лефевр. – М. : Сов. радио, 1973. – 158 с.
13. Лефевр В. Алгебра совести / В. А. Лефевр ; перевод со 2-го английского издания с доп. – М. : Когито-Центр, 2002. – 426 с.
14. Ложкін Г. В. Економічна психологія : навч. посібник / Г. В. Ложкін, В. В. Спасенніков, В. Л. Комаровська. – К. : ВД "Професіонал", 2004. – 304 с.
15. Лукацкий А. Риски финансовых структур : как избежать краха? / А. Лукацкий // Издание о высоких технологиях c-news : [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cnews.ru/reviews/free/security2005/articles/financial_danger.shtml.
16. Мандельброт Б. Фракталы, случай и финансы / Б. Мандельброт. – М.; Ижевск : НИЦ "Регулярная и хаотическая динамика", 2004. – 256 с.
17. Маршалл Д. Ф. Финансовая инженерия : Полное руководство по финансовым нововведениям / Джон. Ф. Маршалл, Випул К. Бансал; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
18. Мертенс А. Инвестиции : курс лекций по современной финансовой теории / А. Мертенс. – К. : Киевское инвестиционное агентство, 1997. – 416 с.

19. Милль Дж. С. Система логики силлогической и индуктивной : Изложение принципов доказательства в связи с методами научного исследования / Дж. С. Милль. – М. : ЛЕНАНД, 2011. – 832 с.
20. Мулен Э. Теория игр с примерами из математической экономики / Э. Мулен ; пер. с франц. – М. : Мир, 1985. – 200 с.
21. Найт Ф. Х. Риск, неопределенность и прибыль / Ф. Х. Найт ; пер. с англ. – М. : Дело, 2003. – 360 с.
22. Нейсбит Р. География мысли / Р. Нейсбит ; пер. с англ. Н. Парфеновой. – М. : Астрель, 2012. – 285 с.
23. Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка / Э. Петерс ; пер. с англ. – М. : Мир, 2000. – 333 с.
24. Підхомний О. М. Фінансова безпека України в умовах глобалізації : монографія / О. М. Підхомний. – Л. : СПОЛОМ, 2012. – 360 с.
25. Портер М. Е. Стратегія конкуренції / М. Е. Портер ; пер. з англ. А. Олійник, Р. Скільський. – К. : Основи, 1997. – 390 с.
26. Секей Г. Парадоксы в теории вероятностей и математической статистике / Г. Секей ; пер. с англ. – М. : Мир, 1990. – 240 с.
27. Смольяков Э. Р. Теория конфликтных равновесий / Э. Р. Смольяков. – М. : Едиториал УРСС, 2005. – 304 с.
28. Спицнадель В. Н. Основы системного анализа: учеб. пособие / В. Н. Спицнадель. – СПб. : Изд. дом "Бизнес-пресса", 2000. – 326 с.
29. Твид Л. Психология финансов / Л. Твид. – М. : "ИК" Аналитика", 2002. – 376 с.
30. Фінансовий менеджмент : навч. посібник / за ред. Т. В. Момот. – К. : Центр навч. л-ри, 2011. – 712 с.
31. Ткачук К. Н. Теоретичні основи застосування імітаційного моделювання в сфері охорони праці / К. Н. Ткачук // Проблеми охорони праці, промислової та цивільної безпеки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://or.ief.kpi.ua/1/%D1%80.110-113.pdf>.
32. Хейзинга Й. Homo Ludens. Статті по історії культури / Й. Хейзинга ; пер., сост. и X 35 вступ. ст. Д. В. Сильвестрова; коммент. Д. Э. Харитоновича. – М. : Прогресс – Традиция, 1997. – 416 с.
33. Шумпетер Й. А. История экономического анализа / Й. А. Шумпетер ; пер. с англ. под ред. В. С. Автономова. – СПб. : Экономическая школа, 2001. – Т. 1. – 552 с.; Т. 2. – 504 с.; Т. 3. – 688 с.
34. Щеглов Ф. Г. Игровая зависимость. Рецепты удачи для азартных игроков / Ф. Г. Щеглов. – СПб. : Речь, 2007. – 448 с.
35. Bak P. Self organized criticality and fluctuations in economics / P. Bak, K. Chen, J. Scheinkman, M. Woodford // Santa Fe Institute. ; Santa Fe Institute [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.santafe.edu/media/workingpapers/92-04-018.pdf>.

36. Bak P. Self-organized criticality : an explanation of $1/f$ noise / P. Bak, C. Tang, K. Wiesenfeld // Physical Review Letters. – 1987. – Vol. 59. – N 4. – P. 381–384. – [Electronic resource]. – Mode of access : http://webber.physik.unifreiburg.de/~jeti/studenten_seminar/stud_sem05/bak.pdf.
37. Johnson D. D. P. The Evolution of Overconfidence // Cornell University Library / D. D. P. Johnson, J. H. Fowler. – [Electronic resource]. – Mode of access : <http://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/0909/0909.4043.pdf>.

ЧАСТИНА 3



СТРАТЕГІЧНИЙ ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ



Розділ 11. Інструменти стратегічного управління
фінансами підприємства

Розділ 12. Фінансове планування і прогнозування

Розділ 13. Аналіз фінансових звітів

Розділ 14. Оцінювання фінансової привабливості підприємства

Розділ 15. Фінансове управління підприємством за умов кризи





ІНСТРУМЕНТИ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВА

- 11.1. Моделі стратегічного управління та умови їхнього застосування.
- 11.2. Збалансована система показників як інструмент стратегічного управління фінансами підприємства.
- 11.3. Роль фінансового контролінгу в системі стратегічного фінансового менеджменту.

11.1. Моделі стратегічного управління та умови їхнього застосування

Проблеми розвитку стратегічного управління останніми десятиріччями привертають увагу більшості провідних учених-економістів усього світу. Це зумовило появу різних теорій, які й нині розвиваються з урахуванням сучасного рівня знань і потреб суспільства.

Ключовим у стратегічному управлінні є термін “стратегія”, який почали використовувати в науковій економічній літературі після Другої світової війни. У 1951 р. після виходу книги У. Ньюмана “Адміністрування: техніка організації і управління” стратегія розвитку суб’єкта ринку стала предметом ретельних досліджень і активного обговорення. Проте й досі, незважаючи на широке застосування, її суть однозначно не сформульована, кожний дослідник вкладає у нього своє розуміння.

Найпоширенішим є визначення стратегії як плану або орієнтиру чи напрямку розвитку, дотримання якого забезпечить досягнення певних, переважно довготермінових, цілей. У такому контексті стратегію пов’язують з реальною поведінкою суб’єкта ринку у конкурентному середовищі. Якість стратегічного плану визначають рівнем деталізації та варіативністю можливих умов досягнення поставленої цілі. Нерідко до складу стратегічного плану включають систему конкретних заходів з визначенням об’єктів відповідальності і форм контролю за його реалізацією.

Стратегію як план хоча й формують за умов обмеженості інформації про майбутній стан середовища, однак розроблені параметри стратегічного розвитку мають бути чітко визначеними та кількісно деталізованими. Стратегію розглядають

і як сукупність певних принципів, правил, послідовність поведінки з урахуванням досвіду діяльності суб'єкта ринку в минулому. Уважають, що майбутнє може бути передбачуваним на підставі отриманих знань про минуле.

За таких обставин формування стратегії не передбачає негайних організаційних дій щодо її реалізації. Завдання полягає в дотриманні суб'єктами ринку певних умов поведінки в динамічному середовищі, що має забезпечити досягнення поставлених цілей. Зазначимо, що такі цілі не пов'язані з характером поведінки підприємства чи організації, а визначають бажаний його стан, який повинен мати чіткі параметри відповідно до чинних у суспільстві цінностей.

Стратегію як логіку і послідовність дій у разі незапланованої моделі поведінки формують у вигляді певного алгоритму дій, що передбачає покрокове наближення до визначеної цілі. За умов негативного результату правила поведінки коригують і новий проміжний результат знову перевіряють на відповідність цільовим установкам. За цих обставин стратегію не розробляють і не реалізують, а формують і підпорядковують умовам середовища в процесі реальної діяльності на ринку. У разі такого трактування стратегії майже повністю виключають творчі зусилля стратега, оскільки творчість несумісна з послідовністю. Хоча зрозуміло, що будь-яка стратегія, як і будь-яка теорія, є спрощенням, яке містить елементи суб'єктивізму.

Стратегія як позиція характеризує місце зосередження ресурсів у зовнішньому середовищі, у яких зацікавлений суб'єкт ринку. У цьому випадку її можна трактувати більш розширено – поза ринковими відносинами. Тобто стратегія – це будь-яка життєздатна позиція, якої прагне суб'єкт ринку.

Стратегію інколи розглядають як особливий маркетинговий маневр, що має забезпечити конкурентну перевагу над суперником на засадах його дезінформації. Приховування власних намірів створює певні переваги над конкурентами, а провокування його на неадекватні реалії дії суттєво підвищує ймовірність одержання реальної переваги над ним.

Тобто варіативність тлумачення поняття стратегії залежить від розуміння суті та форм стратегічного підходу в управлінні. Загальновідомо, що він виник під впливом ускладнення ринкового середовища, яке назвали "епохою без закономірностей". Надалі її перейменували у "постіндустріальну епоху". У цей період планування на засадах екстраполяції тенденції втратило свої позиції.

Розвиток стратегічного планування, яке дуже скоро переросло в стратегічне управління, а згодом і в стратегічне підприємництво, був дуже бурхливим. З'явилися нові течії, школи. Їхнє вивчення дає змогу виявити принципові відмінності й об'єднати в певні групи, що формують розуміння моделі стратегічного управління. Розглянемо їх детальніше.

Модель аналітичного управління. Головним імперативом цієї моделі стратегічного управління є твердження, що майбутнє неможливо дослідити методами екстраполяції, проте характер майбутніх змін цілком передбачуваний.

Тому першочерговим завданням реалізації моделі є проведення стратегічного аналізу перспектив розвитку суб'єкта ринку за нових економічних умов.

Для цього застосовують метод SWOT-аналізу, що допомагає з'ясувати взаємозв'язок зовнішнього середовища і внутрішнього потенціалу через систему чинників: можливості та загрози середовища – сила та слабкість підприємства. Надалі аналізують позиції суб'єкта господарювання у конкурентному середовищі для визначення умов поліпшення показників його діяльності внаслідок можливого вдосконалення конкретних стратегій на певних ринках.

Модель аналітичного управління об'єднує безліч варіантів прояву, застосування і реалізації стратегічних підходів, які отримали назви “школи дизайну” та “школи позиціонування”.

Модель формалізованого стратегічного управління. Основою формалізації стратегічного управління є чітка регламентація процедур обґрунтування і реалізації стратегії. Відповідно, регламентація зумовлює конкретизацію аналітичних, планових і контрольних процедур. Це стосується навіть формування цільових характеристик розвитку підприємства, які мають бути представлені переважно в кількісному вимірі.

Вагому роль відводять прогнозуванню, зокрема, кількісному і сценарному, що мають на меті передбачити можливі варіанти розвитку подій і підготувати підприємство до визначених планом заходів та окремих дій. У підсумку модель формалізованого управління реалізують за умов багатоваріантності можливих стратегічних рішень, які надалі оцінюють і, як наслідок, обирають оптимальну стратегію. Після цього її деталізують: 1) визначають низку ієрархій з різними часовими перспективами; 2) створюють систему планів; 3) розробляють заходи щодо їхньої реалізації. Значну увагу в цьому разі приділяють стратегічному контролю, головним завданням якого є оцінка ефективності реалізації стратегії.

Модель ситуативного управління. Вона виникла внаслідок подальшого ускладнення зовнішнього середовища, що суттєво обмежило та унеможливило передбачення майбутніх змін. За цих обставин підприємство повинно організувати роботу, враховуючи всі зміни ринку. Тобто реакція на прояв нових чинників зовнішнього середовища повинна бути швидкою та адекватною. На ранніх стадіях появи ознак загроз, коли інформація недостатньо визначена, заходи повинні бути загального характеру за умов збереження стратегічної гнучкості. Наявність запасу гнучкості дає змогу нейтралізувати загрозу без суттєвих фінансових та інших втрат для підприємства.

Модель принципологічного управління. Подальше ускладнення зовнішнього середовища й неможливість передбачення змін свідчить про недоцільність дій, пов'язаних з намаганням їх прогнозувати. Прогнози будуть, зазвичай, помилковими, а стратегічні рішення – не обґрунтованими.

Принципологічний підхід, акумулюючи досвід інтуїтивного й ситуативного управління, передбачає визначення принципів поведінки фінансового менеджме-

ра, дотримання яких забезпечить системність управління і сприятиме стабільності економічного суб'єкта в динамічному середовищі. Така модель буде ефективною за умов, коли кардинальні швидкі зміни стратегічних орієнтирів дуже ризиковані. Вона не забезпечить просування підприємства на передові конкурентні позиції, однак допоможе зберегти наявні.

Тлумачення змісту моделей стратегічного управління, що наведено вище, відображає удосконалення системи стратегічного управління на засадах появи нових сучасних моделей. Зрозуміло, що розвиток і ускладнення моделей стратегічного управління відбувалися під впливом змін зовнішнього середовища. Від моменту, коли воно ставало менш передбачуваним, суб'єкти ринку змушені були розробляти щораз складніші системи управління. Однак це не означає, що моделі періоду передбачуваних змін середовища втратили актуальність. Їхню оцінку визначають рівнем придатності для конкретних умов.

Вибір моделі стратегічного управління здебільшого пов'язують з рівнем стабільності середовища. Успішність протидії чинникам зовнішнього середовища залежить від того, наскільки складність і швидкість ухвалення управлінських рішень на підприємстві відповідає складності й швидкості змін, що відбуваються в зовнішньому середовищі.

Однак менеджери інколи не можуть подолати проблеми, складність яких перевищує деякий визначений рівень. У підсумку вони не здатні ні зрозуміти, що відбувається навколо, ні сформуванню та реалізувати раціональну стратегію. Один з варіантів вирішення конфлікту між складнощами середовища і можливостями його суб'єктів є у площині застосування ідеї "обмеженої раціональності", запропонованої лауреатом Нобелівської премії Г. Саймоном. Суть цієї ідеї полягає в необхідності зменшення ступеня складності системи управління, якщо це зумовлено обмеженими можливостями суб'єкта ринку. Однак це не передбачає, що складним завданням мають відповідати спрощені рішення. Якщо немає здатності ускладнювати системи управління до рівня, що відповідає умовам середовища, то необхідно спростити стратегічні пріоритети підприємства, зокрема, відкинути нестабільні сфери діяльності тощо.

Ідея обмеженої раціональності має і протилежний аспект застосування. Для суб'єктів ринку, що діють у менш складному середовищі з порівняно передбачуваними параметрами, застосування складних систем управління є недоцільним, а з економічного погляду і неефективним. У цьому випадку йдеться не лише про вибір моделі стратегічного управління, визначення доцільності застосування якої пов'язане з багатьма чинниками, а й про глибину та рівень деталізації управлінських підсистем кожної моделі.

Отже, вибір моделі стратегічного управління, як і формування стратегії діяльності суб'єкта ринку, має відбуватися не лише під впливом змін у зовнішньому середовищі. Така модель повинна враховувати динаміку і характер змін у контексті можливостей та потреб підприємства. З огляду на це загальновідоме

твердження, яке стало аксіомою стратегічного менеджменту, що форма стратегічного управління (модель) має відповідати рівню стабільності зовнішнього середовища, потребує уточнення.

З посиленням нестабільності зовнішнього середовища з'являлися і розвивалися нові форми стратегічного управління, придатні до використання в умовах зростання непередбачуваності впливу зовнішніх чинників. Однак термін "передбачуваності" більше характеризує не об'єктивні ознаки середовища, а суб'єктивні можливості підприємства або індивіда пізнавати і прогнозувати майбутні зміни у середовищі. Кожний суб'єкт має індивідуальні особливості, що диференціюють його потенційні можливості передбачення: природні, організаційні, інформаційні, аналітичні.

Тому рівень передбачуваності змін у середовищі мають визначати дві характеристики:

- об'єктивні ознаки динамізму чинників середовища, що зумовлюють рівень його нестабільності;
- суб'єктивна здатність підприємства передбачати майбутні зміни.

Нестабільність середовища і здатність підприємства прогнозувати його зміни однаково важливі з погляду їхньої значущості в разі оцінювання передбачуваності середовища.

На першому етапі треба зосередити увагу на об'єктивних характеристиках: кількості чинників, що зумовлюють динамізм середовища, наявність чітких тенденцій, темпи зміни і рівень динамічної варіації показників розвитку середовища, частота появи нових чинників та ін.

Далі, вивчивши об'єктивні характеристики середовища, потрібно переходити до другого етапу – з'ясування можливостей підприємства використовувати їх у прогнозних цілях.

Оцінка рівня передбачуваності змін середовища має подвійний характер. По-перше, її виконують певні суб'єкти ринку, що зумовлює її множинність стосовно певного середовища. По-друге, не існує об'єктивних показників, які можна застосувати для оцінки здатності підприємства передбачувати зміни середовища. Таку оцінку роблять фінансові менеджери та аналітики. Це не знижує значущості цієї експертної оцінки, оскільки саме суб'єктивізм є в основі стратегічного управління більшістю наукових шкіл. Кожна сформована стратегія суб'єкта підприємництва чи певної організації є результатом суб'єктивного сприйняття умов середовища, можливостей і цілей суб'єкта ринку. Реалізація стратегій також відбувається в режимі суб'єктивного розуміння способів досягнення бажаного результату.

Отже, основою стратегічного управління є формування і реалізація стратегії суб'єкта ринку.

Стратегічне управління реалізують через систему стратегічних моделей, вибір яких зумовлений імперативами зовнішнього середовища і можливостями та потребами суб'єкта ринку. З причини багатовекторності й різноманітності

ознак зовнішнього середовища та індивідуальних особливостей суб'єктів ринку не існують прогресивні або застарілі моделі управління. Подальший розвиток суспільних відносин і науки про управління може продукувати нові моделі, що будуть придатними для вирішення нових завдань в інших умовах. Поняття стратегії як результату реалізації стратегічного управління визначають відповідно до суті кожної моделі стратегічного управління.

11.2. Збалансована система показників як інструмент стратегічного управління фінансами підприємства

У сучасних умовах господарювання, для яких характерна мінливість зовнішнього і внутрішнього середовища, керівники підприємств повинні вдосконалювати механізм управління за допомогою новітніх концепцій, що дають змогу забезпечити адекватність реакції системи управління на зміни в середовищі підприємства, які можуть певним чином зашкодити або сприяти забезпеченню ефективності управління підприємством.

З огляду на недостатній рівень розвитку менеджменту вітчизняних підприємств можна стверджувати, що понад 90 % з них у ході аналізування результатів діяльності керуються винятково фінансовими показниками. Фінансові показники також є ключовими в оцінці кредитоспроможності, інвестиційної привабливості та конкурентоспроможності вітчизняних підприємств фінансово-кредитними установами, потенційними інвесторами, державними органами влади тощо.

Тому розглянемо специфіку формування і використання збалансованої системи показників стратегічного управління підприємством.

Передумовою виникнення системи збалансованих показників було прагнення керівництва західних компаній посилити управлінську функцію завдяки органічному узгодженню інтересів різних груп: акціонерів, споживачів, партнерів, кредиторів. Для того, щоб реалізувати подібну багатовекторну політику управління бізнесом, необхідно мати комплексну систему стратегічних цілей і ключових показників, збалансоване стратегічне оцінювання, до якого потрібно включити показники нефінансового характеру. Це дало б змогу розширити інформаційну базу для ухвалення управлінських рішень.

У країнах англосаксонської групи ще наприкінці 1940-х років виникла ідея використання для потреб управління певної системи показників на зразок панелі приладів автомобіля або літака. Одним із перших ідейних генераторів у цій сфері був відомий економіст і теоретик менеджменту Дж. Джуран, який за аналогією із панеллю приладів управління океанським лайнером запропонував створити таку систему показників у бізнесі, яка б забезпечувала керівнику змогу стежити за відхиленнями від визначеного курсу або швидкістю й інтенсивністю розвитку

та ухвалювати обґрунтовані управлінські рішення. Навколо ідей Дж. Джурана у науковому середовищі розгорнулися жваві дискусії. Думки науковців розділилися на два діаметрально протилежні полюси, що відповідали двом концепціям системи показників:

- 1) концепції мінімалізму, яка ґрунтувалася на обмеженій кількості оцінювальних показників (прикладом уважали панель управління автомобілем);
- 2) концепції максималізму, що передбачала формування значного переліку оцінювальних показників, визначення пріоритетності їхнього використання залежно від стадії життєвого циклу підприємства, обраної стратегії та цільових споживачів (взірцем була панель управління літаком).

Необхідність використання панелі управління у бізнесі обґрунтовував ідеолог менеджменту П. Друкер, який, розглядаючи концепцію управління за цілями (Management by Objectives (MBO)) порівнював цільові показники у ключових сферах бізнесу з панеллю приладів, необхідною для "пілота" сучасного ділового підприємства.

Найвідомішою системою показників оцінювання та стратегічного управління діяльністю суб'єкта господарювання, яка поєднує фінансові та нефінансові індикатори, є **Збалансована система показників** (Balanced Scorecard (BSC)) Нортон-Каплана. Її почали розробляти у 1990 р., коли Norlan Norton Institute – дослідницький центр усесвітньо відомої аудиторсько-консалтингової компанії KPMG Peat Marwick – розпочав вивчати проблеми ефективності управління та шукати інструменти її підвищення.

Дослідження проводили під керівництвом Д. Нортон – директора Norlan Norton Institute, нині керівника Balanced Scorecard Collaborative, та Р. Каплана – професора Harvard Business School, наукового консультанта проекту. Вони стосувалися вимірювання результатів діяльності 12 великих компаній, що прагнули вдосконалити власні системи оцінювання результатів діяльності включенням до них переліку важливих нефінансових показників, оскільки це дало б змогу збільшити інформаційну базу для ухвалення управлінських рішень.

Результати проведених досліджень привели до концепції збалансованої системи *індикаторів*, яка мала вигляд своєїрідної панелі управління, заповненої чотирма їхніми групами:

- 1) фінансові індикатори;
- 2) індикатори споживачів;
- 3) індикатори бізнес-процесів;
- 4) індикатори кадрового потенціалу.

Крім того, BSC розглядають як систему стратегічного управління діяльністю підприємства, що дає змогу доводити до нижчих рівнів стратегічні показники вищого рівня управління.

Збалансована система показників надає такі *переваги*:

- значно розширює можливості стратегічного управління, роблячи його реальнішим завдяки використанню різних показників, що характеризують різні сфери діяльності підприємства;
- пов'язує довготермінові стратегічні цілі з короткотерміновою діяльністю;
- усі рівні підприємства розуміють довготермінову стратегію і цілі підрозділів та індивідів;
- мобілізує всіх працівників до дій, спрямованих на досягнення корпоративних цілей;
- дає змогу оптимізувати використання людських та фінансових ресурсів;
- допомагає проводити моніторинг короткотермінових результатів у чотирьох напрямках: стосунках з клієнтами, внутрішніх бізнес-процесах, навчанні та розвитку, а також оцінити стратегію за результатами минулої діяльності;
- сприяє налагодженню зворотного зв'язку для визначення потреб персоналу в розвитку та навчанні тощо.

Ця система ґрунтується на двох ключових положеннях.

1. Одних фінансових показників не достатньо для того, щоб повною мірою та всебічно (збалансовано) відобразити стан підприємства, тому їх потрібно доповнити іншими показниками.
2. Система показників може бути використана не лише як комплексний індикатор стану підприємства, а як система управління, здатна забезпечити зв'язок між стратегічною політикою власників та оперативним управлінням діяльністю підприємства.

Якість використання та реалізації цієї системи значно залежить від інформаційного забезпечення розрахунку ключових показників (особливо це стосується нефінансових показників) та систематичного відстеження взаємозв'язків між показниками, з'ясування наявних причинно-наслідкових зв'язків.

Під час впровадження системи збалансованих індикаторів Д. Нортон та Р. Каплана на підприємстві необхідно сформулювати критерії відбору ключових показників. До таких критеріїв доцільно зачислити:

- зв'язок індикаторів зі стратегією розвитку підприємства у довгостроковій перспективі;
- кількісне вираження індикаторів;
- доступність і зрозумілість;
- інформаційна прозорість;
- збалансованість (взаємопов'язаність з іншими показниками системи);
- єдине тлумачення індикаторів.

Збалансована система показників Нортон–Каплана за декілька років стала чи не найпопулярнішим інструментом вимірювання і стратегічного управління бізнесом, який найактивніше використовували у США, Великій Британії, Німеччині та країнах Східної Європи.

Водночас ажітаж навколо неї не сприймали французькі менеджери та науковці, які вже понад 70 років використовували подібний інструмент – *tableau de*

bord (Tb) – для вибору, документування та інтерпретації об'єднаних причинно-наслідковими зв'язками фінансових і нефінансових показників.

У tableau de bord застосовують дві категорії показників: 1) цільові (визначають керівники вищого рівня управління відповідно до обраних стратегій розвитку); 2) функціональні (показники, які суттєво впливають на досягнення цільових показників). Наприклад, цільовий показник – зменшення собівартості продукції – передбачає досягнення функціональних показників: зменшення простоїв обладнання, підвищення продуктивності праці, пошук дешевшої сировини аналогічної якості тощо.

Система tableau de bord дає змогу об'єднати в одній структурі стратегічні й оперативні показники і передбачає багаторівневу деталізацію цілей за допомогою конкретних показників. Вона враховує численні взаємозв'язки між стратегічними (цільовими) та функціональними показниками на всіх рівнях управління та у функціональних сферах, тобто передбачає високий рівень узгодження визначених заходів для досягнення цільових показників, деталізації, відсутність чіткої структурованості. Така система найефективніша для невеликих підприємств та підприємств середніх розмірів.

Незважаючи на значний ажіотаж, викликаний збалансованою системою, потрібно згадати, що у Радянському Союзі з 20-х років ХХ ст. на виробничих підприємствах розробляли відомий техпромфінплан. Заслугує на увагу той факт, що перша форма цього плану (01-ТП) містила основні показники діяльності підприємства за групами: показники, що характеризують виробництво, працю, фінанси, капітальне будівництво, матеріально-технічне забезпечення, собівартість, охорону праці, підвищення якості продукції тощо. Кількість цих показників також була обмеженою, у цьому разі чітко відстежували взаємозв'язки між ними та проводили ретельний планово-фактичний аналіз. Японські науковці визнали чинну в СРСР методику розроблення техпромфінплану однією з найліпших у світі.

Розглянемо співвідношення індикаторів та показників діяльності підприємства. Наприклад, у сучасних умовах господарювання підприємств, щоб забезпечити адекватність реакції системи управління на зміни мікрорівня, які можуть певним чином зашкодити або сприяти забезпеченню ефективності управління, формують так звані системи негайного реагування. Вони діють за допомогою певних індикаторів, які допомагають серед усього масиву змін, що відбуваються у внутрішньому і зовнішньому середовищі підприємства, визначити суттєві, які справді потребують відповідної реакції.

Складність формування такої системи полягає в досить великій кількості індикаторів і обмеженості можливостей підприємства щодо моніторингу зовнішнього та внутрішнього середовища. Тому з великої кількості індикаторів, що зумовлюють необхідність застосування певних заходів, спроможних забезпечити ефективність управління, підприємства повинні обрати оптимальну кількість. Відібрані індикатори дадуть змогу задовольнити потреби керівництва в інформації, що необхідна

для ухвалення управлінських рішень. Саме вони повинні сприяти діагностиці системи управління підприємством та його зовнішнього середовища.

Отже, важливим інструментом управління, що дає змогу отримати оперативну інформацію про поточну та перспективну ефективність роботи підприємства, все ж є концепція збалансованих показників.

Збалансована система показників забезпечує інтеграцію фінансових та нефінансових індикаторів з урахуванням причинно-наслідкових зв'язків між сумарними показниками та чинниками, під впливом яких їх формують. Це дає змогу проводити деталізований моніторинг господарської діяльності в стратегічному плані, збільшувати оперативність та ефективність управлінських рішень, контролювати найважливіші фінансові та нефінансові показники діяльності (Key Performance Indicators (KPI)), які є цільовими для підприємства і ступінь досягнення яких визначає рух згідно з заданою стратегією. Значення KPI відображають як ефективність бізнесу загалом, так і бізнес-процесів, що їх розглядають окремо, структурних підрозділів і кадрових ресурсів.

У підсумку збалансована система показників охоплює не тільки систему визначення ефективності господарської діяльності в стратегічному плані, а й повнофункціональну систему управління підприємством. У збалансованій системі показників треба розрізняти показники, що вимірюють досягнення цілей (безпосередньо KPI), і показники, які відображають процеси, що забезпечують досягнення цих цілей (оперативні показники).

Концепція збалансованої системи показників передбачає побудову такого різновиду багатопланових зв'язків між KPI й оперативними, фінансовими та нефінансовими показниками, стратегічним та операційним рівнями управління, минулими і майбутніми результатами, а також між внутрішніми та зовнішніми аспектами діяльності підприємства. У цьому і полягає "баланс" у концепції збалансованої системи показників.

Згідно з експертними оцінками, кількість ключових показників ефективності на корпоративному рівні не повинно перевищувати 15–25, інакше відбудеться розсіювання уваги, ресурсів, зусиль, "розмиття" цілей та відповідальності, тобто стратегічний фокус порушиться. Завдяки балансу причинно-наслідкових зв'язків збалансована система показників дає змогу ефективно керувати підприємством, контролюючи невелику кількість KPI.

Етапи впровадження збалансованої системи показників такі:

- визначення стратегічних цілей;
- SWOT-аналіз і з'ясування чинників успіху;
- визначення показників та їхніх цільових значень;
- з'ясування способів розрахунку показників;
- причинно-наслідкові ланцюги стратегічних цілей;
- формування стратегічних цілей;
- план стратегічних заходів;

- підтримка, оновлення та розвиток системи.
- Отже, використання збалансованої системи показників забезпечує:
- глибоке розуміння бізнесу у всіх взаємозв'язках внутрішніх і зовнішніх процесів;
 - стратегічну спрямованість бізнес-активності всіх підрозділів і співробітників;
 - зростання темпів досягнення стратегічних цілей;
 - цілеспрямований зосереджений розподіл усіх ресурсів;
 - оцінку ефективності управлінських рішень у рамках стратегії компанії;
 - розуміння співробітниками стратегічних цілей підприємства та особистих завдань щодо їхнього досягнення;
 - поліпшення взаємодій співробітників і підрозділів;
 - отримання важливої бізнес-інформації в узагальненому систематизованому вигляді, доступному для розуміння;
 - особисту відповідальність керівного складу та інших співробітників за виконання закріплених за ними показників;
 - підвищення мотивації співробітників завдяки чіткості персональних цілей і завдань.

Водночас ефективність впровадження будь-якої системи KPI прямо залежить від правильного визначення ключових показників ефективності, від можливостей їхнього подальшого використання, які забезпечують завдяки автоматизації збалансованої системи показників з використанням високотехнологічних програмних продуктів.

Концепція збалансованих показників виникла як реакція на недосконалість системи індикаторів управління ефективністю підприємства. Тому оскільки управління ефективністю підприємством належить до перспективного управління, то вважають недостатнім до складу цієї системи індикаторів зачислити лише ті, що характеризують фінансову ефективність діяльності, бо цілі діяльності передбачають не лише отримання прибутку та ефективного використання всіх наявних ресурсів підприємства.

Окрім того, фінансові показники: 1) головно орієнтують керівництво підприємства на досягнення короткотермінових цілей; 2) мають обмежені можливості щодо визначення причин успіху і сильних та слабких сторін господарської діяльності, можливостей і загроз; 3) не завжди інтерпретують результати діяльності підприємства; 4) враховують минулі та перспективні події у сфері фінансової діяльності і не враховують більшості аспектів управління маркетинговою діяльністю, управління персоналом та безпосередньо технології управління.

Саме концепція збалансованих показників може врахувати недоліки систем фінансових показників і відображати взаємозв'язок між досягненням якісних та кількісних цілей підприємства, а також вирішити проблему комплексної оцінки й прогнозування загального рівня ефективності господарської діяльності.

Збалансована система показників повинна містити показники, що характеризують чотири основні напрями оцінки ефективності управління, а саме: фінанси, внутрішні бізнес-процеси, клієнти та ринок, персонал підприємства, про що зазначено вище. Оскільки ці основні напрями можна охарактеризувати за допомогою великої кількості показників, то їхню кількість доцільно обмежити до п'яти за кожним із напрямів.

Наприклад, до показників, що характеризують

- *фінансовий аспект*, доцільно включити показники комерційної рентабельності, рентабельності капіталу, коефіцієнти загальної ліквідності і автономії, а також коефіцієнт оборотності обігових активів;
- *внутрішні бізнес-процеси*, – показники ділової активності, рентабельності основних засобів, фондівіддачі, ресурсівіддачі, коефіцієнти ліквідності;
- *позицію клієнтів*, – приріст обсягів товарообороту, приріст частки ринку;
- *ставлення персоналу*, – співвідношення темпів зростання продуктивності праці й виторгу, частки премій у фонді оплати праці.

Оцінювання діяльності підприємств лише фінансовими показниками є найзручнішою за доступом до інформації та найпростішою методикою розрахунків показників (зазвичай, оцінюють фінансову звітність підприємств: баланс, звіт про фінансові результати, звіт про власний капітал, звіт про рух коштів).

Зазначимо, що система збалансованих показників дає змогу визначити, на скільки треба змінити значення одного показника, щоб отримати бажані значення іншого й змогу виразити досягнення не лише кількісних, а й якісних цілей діяльності підприємства. Також за допомогою цієї системи підприємство може одержати інтегральний показник, що характеризує ефективність його роботи, який передбачає визначення рівня досягнення кожним показником нормативного значення та врахування ваги кожного показника. Отже, концепція збалансованих показників дає змогу забезпечити реактивний підхід, спрямований на врахування потреб удосконалення внутрішніх бізнес-процесів, роботи з персоналом та клієнтами і забезпечення необхідних фінансових показників, що визначають ефективність управління підприємством.

Кожен з розглянутих аспектів повинен містити інформацію про таке:

- 1) цілі, яких прагне досягти підприємство;
- 2) показники, за допомогою яких можна виміряти успішність досягнення цілей;
- 3) цільові значення показників, які свідчать про рівень досягнення поставленої цілі;
- 4) стратегічні ініціативи, тобто комплекс заходів, спрямованих на ліквідацію так званого розриву між фактичними значеннями показників та їхніми цільовими значеннями.

Кожна стратегічна ініціатива має бути підкріплена достатньою кількістю ресурсів: людських, фінансових, технічних. Стратегічні ініціативи мають бути визначені для кожного показника та сприяти досягненню його цільового значення.

Отже, збалансована система показників допомагає виявити причини багатьох управлінських рішень, дає змогу підвищити ефективність стратегічного управління на всіх його етапах.

Відомо, що стратегічне управління як процес передбачає визначення цільових орієнтирів суб'єкта господарювання, проведення стратегічного аналізу (зовнішнього та внутрішнього середовища підприємства), розроблення й реалізацію стратегії та стратегічний контроль. Однак на практиці підприємства досить часто стикаються з труднощами під час реалізації стратегії, а саме – через помітні дисбаланси між стратегічними цілями і щоденними діями співробітників, між підходами, передбаченими вищим керівництвом, та ініціативами, що починаються на нижчому рівні управління.

Причини такого стану справ:

- 1) керівництво, зазвичай, зрідка доводить стратегію підприємства до всіх рівнів управління, тому більшість співробітників не розуміє, як їхні дії впливають на досягнення стратегічних цілей;
- 2) більшість систем винагороди прив'язана до досягнення короткотермінових фінансових результатів, а не довготермінових стратегічних ініціатив;
- 3) процеси складання бюджетів і стратегічного планування переважно роз'єднані.

Контроль у системі стратегічного управління є тим інструментом, який має зменшити розрив між стратегічними цілями та щоденними діями співробітників. Однак більшість систем операційного та управлінського контролю організацій побудована довкола показників, які зосереджені на ухваленні поточних рішень, не пов'язуючи короткотермінові дії з довготерміновою стратегією. Традиційні фінансові показники діяльності можуть спрацювати проти стратегій, що ґрунтуються на знаннях і досвіді, оскільки розглядають поліпшення такого ресурсу, як людський капітал, що може мати негативний вплив на поточні витрати.

Саме тому системою, спроможною подолати перелічені вище проблеми, є збалансована система показників, що охоплює індикатори стратегічного управління, які передбачають оцінювання ефективності за всіма аспектами діяльності підприємства – фінансовими, виробничими, маркетинговими тощо.

11.3. Роль фінансового контролінгу в системі стратегічного фінансового менеджменту

У сучасних умовах розвитку та ускладнення ринкових відносин, що супроводжуються негативним впливом наслідків світової фінансової кризи, щораз актуальнішими стають нові вимоги до рівня управління фінансами підприємства. Перед суб'єктами господарювання постали важливі завдання щодо пошуку ефективних методів управління, які б зменшили вплив на їхню діяльність зовнішніх і внутрішніх чинників. Одним зі способів налагодження ефективного менеджменту

може стати система фінансового контролінгу на підприємстві, яка має великий потенціал як сукупність методів оперативного і стратегічного управління, планування, аналізу й контролю.

Термін "контролінг" походить від англ. *to control*, що в економічному сенсі означає управляти, спостерігати. Він виник в Америці, а пізніше, у 1970-ті роки поширився в Західній Європі та на початку 1990-х років з'явився у бізнес-практиці країн пострадянського простору.

Витоки контролінгу є в галузі державного управління та сягають середніх віків: уже в XV ст. при дворі англійського короля існувала посада "Countrollour", обов'язком якого було документування й контроль грошових і товарних потоків. Подальшим етапом розвитку контролінгу стало створення 1778 р. у США відомства "Controller, Auditor, Treasurer and six Commissioners of Accounts", основним завданням якого був контроль за використанням державних коштів.

У сучасному значенні слово "контролінг" як характеристику сфери завдань на підприємстві почали використовувати в США з кінця XIX ст., коли 1880 р. посада контролера з'явилася в залізничній компанії "Atchison, Topeka and Santa Fe Railroad", а 1892 р. "General Electric Company" першою з промислових підприємств увела в штат таких фахівців. У той час контролери переважно займалися проведенням ревізій та іншими фінансово-економічними питаннями. До того всі питання, пов'язані з управлінням підприємством, вирішували на загальних зборах акціонерів і раді директорів, що було неефективним і потребувало створення спеціального керівного органу.

Значною мірою на розвиток контролінгу та його впровадження на підприємствах вплинула світова економічна криза. Роки депресії привели до усвідомлення того, що успішне керівництво суб'єктом господарювання неминуче пов'язане з посиленням уваги до внутрішньофірмового планування та обліку.

Це, відповідно, привело до еволюції поглядів на контролінг. Якщо спочатку переважало історично-бухгалтерське бачення контролінгу, і контролер виконував функції ведення обліку та ревізії вже виконаних господарських подій, то з часом ці функції були розширені, що визначило контролінг як систему, орієнтовану на майбутні події. Практика свідчить, що впровадження системи контролінгу є одним з найдосконаліших способів поліпшення показників діяльності підприємства. Це дає змогу підприємству ухвалювати оперативні та стратегічні управлінські рішення.

Контролінг – це управлінська концепція, яка охоплює всі сфери діяльності підприємства: фінанси та облік, менеджмент і маркетинг, інтегруючи та координуючи діяльність різних служб для досягнення оперативних і стратегічних цілей. Тобто йдеться не стільки про ринкову спрямованість системи управління підприємством, скільки про її здатність виконувати поставлені завдання в умовах високої динаміки змін зовнішнього і внутрішнього середовища.

Отже, відповідаючи критеріям комплексності та інтегрованості, контролінг забезпечує цілісний погляд на діяльність підприємства в минулому, теперішньому

і майбутньому часі, системний підхід до виявлення і вирішення проблем, що постають перед керівництвом. Контролінг переводить управління підприємством на якісно новий рівень, координуючи та спрямовуючи діяльність різних служб і підрозділів підприємства на досягнення оперативних і стратегічних цілей.

Метою контролінгу є реалізація стратегічної (глобальної) та оперативної (локальної) мети підприємства. Головною ж метою підприємства залишається збереження фінансової стабільності та успішний розвиток. Мета контролінгу є похідною від мети самого підприємства.

Контролінг, як цілісна система, складається з двох важливих частин: *стратегічного контролінгу* та *оперативного контролінгу*. На практиці є тісний взаємозв'язок оперативного та стратегічного контролінгу. У табл. 11.1 наведено порівняння цих видів контролінгу.

Таблиця 11.1

Порівняльна характеристика стратегічного та оперативного контролінгу

Ознака	Стратегічний контролінг	Оперативний контролінг
Структурованість проблем	Проблеми слабо структуровані	Проблеми добре структуровані
Часові горизонти	Довго- та середньотермінові	Переважно короткотермінові
Орієнтація бізнесу	Адаптація підприємства до зовнішнього середовища	Економічність виробничих процесів та досягнення економічної ефективності підприємства загалом
Види планування	Стратегічне (використання SWOT-аналізу)	Поточне (складання кошторисів та бюджетів, планування показників ефективності діяльності підприємства)
Основні контрольні індикатори	Потенціал успіху (наприклад, частка ринку, рейтингова позиція тощо)	Фінансові (прибуток, рентабельність, ліквідність тощо)
Інформаційні джерела	Переважно зовнішні	Переважно внутрішні
Фокус процедур	Націленість на майбутнє (реалізація потенціалу)	Націленість на поточні результати

Кожен з цих видів контролінгу має свої цілі, а також методи та інструменти для їхнього досягнення. Стратегічний контролінг повинен забезпечити виживання підприємства, відстежувати поставлені цілі розвитку і досягнення довготермінової стійкої переваги порівняно з конкурентами. Відповідно, об'єктами контролю є такі показники, як цілі, стратегії, сильні та слабкі сторони суб'єкта господарювання, шанси і ризики в бізнесі.

Оперативний контролінг орієнтований на короткотермінові цілі і контролює такі головні економічні показники, як рентабельність, ліквідність, продуктивність тощо. Завдання, головно, включають виробничий облік, оперативне планування та бюджетування, аналіз продуктивності, формування звітів, порівняння результатів з цілями, параметричний аналіз.

Фінансовий контролінг, як важливий елемент системи загального контролінгу, вирізняється спрямованістю і обсягом охопленої діяльності.

Фінансовий контролінг – це система інформаційної та координаційної підтримки управлінських рішень, що передбачає використання методів і процедур з бюджетування, стратегічного планування, управлінського обліку, фінансової діагностики, управління ризиками та внутрішнього контролю, які в сукупності зорієнтовані на оптимізацію фінансових рішень та збільшення ринкової вартості бізнесу. Є такий вислів: “Хто володіє інформацією, той володіє світом”. Це неопосередковано стосується і фінансового контролінгу, оскільки контролінг – це і є те необхідне збирання інформації, яка потрібна підприємству, щоб забезпечити його фінансову стабільність, розвиток, процвітання. Для того, щоб досягти сталого розвитку та ефективної фінансової роботи на підприємстві, скоординувати дії його підрозділів, треба володіти інформацією, яка підвищить ефективність таких дій.

Фінансовий контролінг ґрунтується на системі нормування витрат, визначенні залежності між обсягом реалізованої продукції, витратами та прибутком, кількістю витраченого часу на виробництво продукції, витратами на експлуатацію машин і управлінням іншими показниками, які характеризують рівень використання виробничих потужностей і ресурсів усіх видів. Виділяють такі головні *функції фінансового контролінгу*:

- нагляд за процесом реалізації фінансових завдань, окреслених системою планових фінансових показників і нормативів;
- вимірювання рівня відхилення фактичних результатів фінансової діяльності від прогнозованих;
- діагностика відхилень, серйозних проблем у фінансовому стані підприємства та суттєвого зниження темпів його фінансового розвитку;
- розроблення оперативних управлінських рішень з нормалізації фінансової діяльності підприємства відповідно до передбачених цілей і показників;
- коригування в разі потреби окремих цілей та показників фінансового розвитку з огляду на зміну зовнішнього фінансового середовища, кон'юнктури фінансового ринку і внутрішніх умов ведення господарської діяльності підприємства.

Як бачимо з наведених функцій, фінансовий контролінг є ефективною координаційною системою налагодження взаємозв'язку між формуванням інформаційної бази, фінансовим аналізом, фінансовим плануванням і внутрішнім фінансовим контролем на підприємстві, яка забезпечує контроль фінансової діяльності та фінансових операцій.

На рис. 11.1 зображено головні функції фінансового контролінгу.

Залежно від виконуваних функцій та методичного забезпечення фінансовий контролінг, як і контролінг загалом, також поділяють на *стратегічний* та *оперативний*. Базовими складниками *оперативного* фінансового контролінгу є система річних бюджетів і бюджетний контроль. Його головна мета – організація

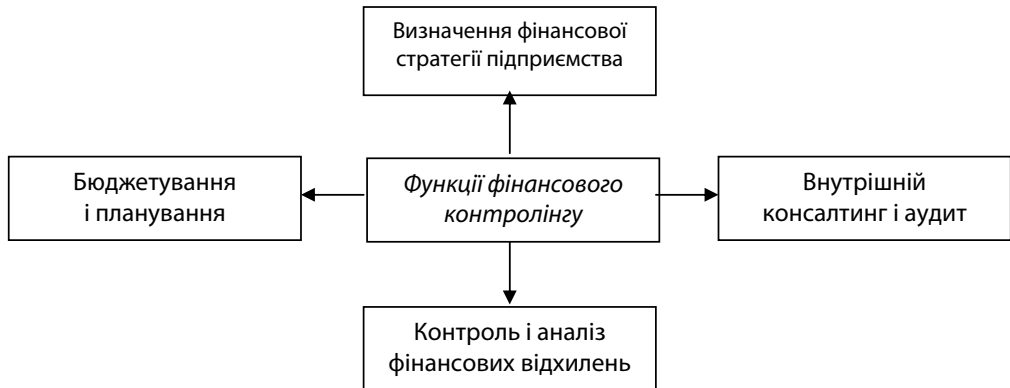


Рис. 11.1. Головні функції фінансового контролінгу на підприємстві

системи управління досягненням поточних (короткотермінових) фінансових завдань підприємства. Такі завдання можуть виявлятися в показниках виторгу від реалізації, прибутку, постійних і змінних витрат, рентабельності капіталу.

Під *стратегічним* фінансовим контролінгом розуміють комплекс функціональних завдань, інструментів та методів довготермінового (три і більше років) управління фінансами, ринковою вартістю та ризиками. Уважають, що часовий горизонт стратегічного контролінгу необмежений. Досить важливою формою прояву стратегічного фінансового контролінгу є система стратегічного планування.

Стратегічний план має враховувати результати аналізу сильних і слабких сторін підприємства (SWOT-аналіз), вимоги партнерів по бізнесу та інтереси власників підприємства. Наголосимо, що розроблення стратегічного плану є результатом взаємодії керівництва та провідних менеджерів підприємства. Контролер у цьому разі відіграє активізувальну роль і є модератором та синтезатором процесу. Однак багато підприємств стикаються з проблемою, коли нема логічного поєднання стратегічних цілей та оперативних завдань, які виконують окремі працівники і структурні підрозділи.

Довготермінове стратегічне планування та короткотермінове річне бюджетування досить часто розглядають як два паралельні, навіть дещо автономні процеси. Взаємоузгодити окремі показники стратегічного та оперативного контролінгу можна завдяки побудові інтегрованої системи довготермінового та оперативного планування. Структурно-логічна схема планування в рамках системи контролінгу на підприємстві показана на рис. 11.2.

До головних сфер контролю та аналізу відхилень у контексті стратегічного фінансового контролінгу належать:

До головних сфер контролю та аналізу відхилень у контексті стратегічного фінансового контролінгу належать:

- стратегічні цілі (монетарні та немонетарні);
- зовнішні чинники, покладені в основу довготермінового планування;
- внутрішні упущення стратегічного характеру.



Рис. 11.2. Порядок планування на підприємстві в рамках системи контролінгу

У рамках стратегічного фінансового контролінгу зусилля фінансових служб підприємств повинні концентруватися на виконанні таких важливих завдань:

- визначення стратегічних напрямів діяльності підприємства;
- з'ясування стратегічних чинників успіху;
- визначення стратегічних цілей і розроблення фінансової стратегії підприємства;
- впровадження дієвої системи раннього попередження та реагування (SWOT-аналіз);
- визначення горизонтів планування;
- довготермінове фінансове планування: планування прибутків та збитків, чистого грошового потоку, балансу, основних фінансових показників;
- довготермінове управління ринковою вартістю підприємства і прибутками

власників;

- забезпечення інтеграції довготермінових стратегічних цілей та оперативних завдань, які ставлять перед окремими працівниками і структурними підрозділами.

Проте не може бути універсальних моделей створення системи фінансового контролінгу на всіх підприємствах. Це зумовлено унікальністю кожного підприємства. Адже кожне підприємство має власну стратегію розвитку, бачення проблем управління, взаємодії з контрагентами тощо. Крім того, часто суто технологічні особливості, статус підприємства на ринку визначають менталітет менеджменту. З урахуванням цих та багатьох інших передумов визначають сферу фінансового контролінгу в кожному конкретному випадку.

Отже, у сучасних глобалізаційних умовах будь-яке підприємство функціонує в жорсткому конкурентному середовищі і для результативного ведення його фінансово-господарської діяльності необхідно застосовувати ефективні інструменти оперативного та стратегічного управління фінансами. До таких інструментів можна зачислити фінансовий контролінг, який є синтезом елементів обліку, аналізу, контролю та планування. Його реалізація забезпечує вироблення альтернативних підходів під час оперативного і стратегічного управління підприємством. Запровадження фінансового контролінгу на підприємстві допомагає запобігти виникненню кризових ситуацій, ідентифікувати причини фінансових проблем та ефективно їх усунути, а також реалізувати фінансові стратегії підприємства й досягти стратегічних цілей, гарантуючи тим самим сталий розвиток підприємства та його фінансову стійкість.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. *Розкрийте зміст стратегічного управління.*
2. *Які моделі стратегічного управління виділяють у фінансовій практиці?*
3. *У чому полягає зміст ситуативного управління?*
4. *Перелічіть умови застосування моделей стратегічного управління.*
5. *У чому специфіка стратегічного управління фінансами підприємств?*
6. *Обґрунтуйте роль збалансованої системи показників у підвищенні ефективності управління підприємством.*
7. *Які показники включає збалансована система стратегічного аналізу?*
8. *Розкрийте зміст SWOT-аналізу у стратегічному фінансовому менеджменті.*
9. *Що таке фінансовий контролінг?*
10. *Розкрийте значення фінансового контролінгу як інструмента стратегічного управління фінансами підприємства.*



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

- 1. Термін “стратегія” почали використовувати в науковій економічній літературі у ...**
 - 1) 1945 р.;
 - 2) 1951 р.;
 - 3) 1970 р.;
 - 4) 1972 р.
- 2. Головним імперативом моделі аналітичного управління є твердження, що ...**
 - 1) майбутнє неможливо дослідити методами екстраполяції;
 - 2) наявні тренди можуть бути поширені на майбутні періоди;
 - 3) усі методи екстраполяції можна успішно використовувати;
 - 4) майбутні події не потрібно прогнозувати.
- 3. Основою формалізації стратегічного управління є ...**
 - 1) чітка регламентація процедур обґрунтування і реалізації стратегії;
 - 2) відсутність регламентації будь-яких процедур;
 - 3) відсутність регламентації процедур реалізації стратегії;
 - 4) усі відповіді неправильні.
- 4. Модель ситуативного управління передбачає, що ...**
 - 1) зміни на ринку не потрібно враховувати;
 - 2) лише ключові зміни на ринку мають бути враховані;
 - 3) підприємство повинне організувати роботу, враховуючи усі зміни ринку;
 - 4) усі відповіді неправильні.
- 5. Збалансовану систему показників розробили ...**
 - 1) П. Друкер;
 - 2) Д. Нортон, Р. Каплан;
 - 3) І. Ансофф;
 - 4) усі перелічені брали участь у розробленні.
- 6. Початок роботи над збалансованою системою показників припав на ...**
 - 1) 1951 р.;
 - 2) 1972 р.;
 - 3) 1990 р.;
 - 4) 1994 р.
- 7. Збалансована система показників охоплює такі групи індикаторів ...**
 - 1) фінансові індикатори;

- 2) індикатори споживачів та індикатори бізнес-процесів;
 - 3) індикатори кадрового потенціалу;
 - 4) усі перелічені.
- 8. Згідно з експертними оцінками, кількість ключових показників ефективності на корпоративному рівні не повинна перевищувати ...**
- 1) 3–4;
 - 2) 10;
 - 3) 15–25;
 - 4) 20–40.
- 9. Метою контролінгу є реалізація ...**
- 1) стратегічної (глобальної) мети підприємства;
 - 2) оперативної (локальної) мети підприємства;
 - 3) обидві відповіді правильні;
 - 4) усі відповіді неправильні.
- 10. Фінансовий контролінг – це ...**
- 1) система інформаційної та координаційної підтримки управлінських рішень;
 - 2) моделювання фінансового стану підприємства у найближчому майбутньому;
 - 3) система аналізу інформації про фінансові потоки на підприємстві у поточному періоді;
 - 4) система інформування фінансових служб підприємства про ринкову кон'юнктуру.



ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ

Проаналізуйте перспективи розвитку підприємства, зокрема, у контексті ефективності функціонування системи стратегічного фінансового менеджменту. Для цього оберіть підприємство, ознайомтесь із його фінансовою та управлінською звітністю, іншою доступною інформацією. Під час виконання завдання скористайтесь методом SWOT-аналізу.

Із застосуванням методу SWOT-аналізу визначте сильні та слабкі сторони суб'єкта господарювання (на прикладі обраного підприємства) та на підставі цього зробіть висновки щодо потенційних фінансових можливостей і загроз для його роботи у майбутньому.



ЛІТЕРАТУРА

1. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / И. Ансофф. – СПб. : Питер Ком., 1999. – 416 с.
2. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент : учеб. курс / И. А. Бланк. – К. : Эльга, Ника-Центр, 2006. – 552 с.

3. Боярко І. М. Інвестиційний аналіз : навч. посібник / І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко. – К. : Центр навч. л-ри, 2011. – 400 с.
4. Дука А. П. Інвестування : навч. посібник / А. П. Дука. – К. , 2010. – 368 с.
5. Інвестування : навч. посібник / В. М. Вовк, І. М. Паславська. – Дрогобич : Коло, 2011. – 456 с.
6. Інвестування : навч. посібник [М. І. Крупка, Д. В. Ванькович, Н. Б. Демчишак та ін.]; за ред. д-ра екон. наук, проф. М. І. Крупки. – Л. : ЛНУ імені І. Франка, 2011. – 376 с.
7. Лозовицький Д. С. Контролінг : навч. посібник / Д. С. Лозовицький. –Л. : Видавництво ЛьвДУВС, 2012. – 310 с.
8. Минцберг Г. Школи стратегий / Г. Минцберг, Б. Альстренд, Дж. Лемпел. – СПб. : Питер, 2002. – 336 с.
9. Партин Г. О. Фінансовий контролінг : навч. посібник / Г. О. Партин, Р. І. Заде-рецька. – Л. : Вид-во НУ "Львівська політехніка", 2013. – 232 с.



ФІНАНСОВЕ ПЛАНУВАННЯ І ПРОГНОЗУВАННЯ

- 12.1. Сутність, принципи і завдання фінансового планування.
- 12.2. Техніка складання фінансових планів та прогнозів.
- 12.3. Використання матриці фінансових стратегій у фінансовому плануванні.

12.1. Сутність, принципи і завдання фінансового планування

Одним з найважливіших елементів механізму фінансового управління господарською діяльністю підприємства є фінансове планування. Фінансовий план – це завершальний етап у структурі бізнес-плану. У ньому в грошовій формі виражено всю виробничо-господарську діяльність підприємства. Реальні фінансові плани – це найліпша реклама для будь-якого суб'єкта господарювання. Інвестор перед ухваленням остаточного рішення про вкладення вільних коштів найперше вивчає фінансовий план підприємства, яке очікує інвестицій.

Фінансове планування – це процес розроблення системи фінансових планів і планових показників щодо забезпечення розвитку підприємства необхідними фінансовими ресурсами та підвищення ефективності його фінансово-господарської діяльності в очікуваному періоді.

Важливими складовими фінансового планування є:

- 1) стратегічне фінансове планування (прогнозування фінансово-господарської діяльності);
- 2) тактичне фінансове планування (поточне планування фінансово-господарської діяльності);
- 3) оперативне планування фінансово-господарської діяльності.

Фінансове прогнозування об'єднує кілька процедур:

- 1) експертне оцінювання;
- 2) опрацювання часових, просторових і просторово-часових показників;
- 3) ситуаційний аналіз та прогнозування.

У ході експертного оцінювання фахівець визначає певні прогнози на інтуїтивному рівні.

Опрацювання часових, просторових і просторово-часових показників використовують найчастіше. Наприклад, підприємство має динаміку прогнозних показників. Необхідно зробити найреальніший прогноз. Тут використовують різні способи.

Наприклад, з використанням лінійно-регресійних моделей:

$$Y = a + b \times t, \quad (12.1)$$

де t – порядковий номер періоду; a, b – параметри рівняння регресії; рівняння авторегресійної залежності

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_k Y_{t-k}, \quad (12.2)$$

де Y_t – прогнозоване значення параметра Y в момент часу t ; A_i – i -й коефіцієнт регресії.

Досить точні прогнозні значення можна отримати при $k = 1$.

У ситуації, коли з певних причин статистичних даних про показник нема і на нього впливає низка чинників, можна застосувати багатофакторний регресійний аналіз, що є поширенням простого динамічного аналізу на багатовимірний випадок. За таких умов застосовують лінійну регресійну залежність

$$Y = A_0 + A_1 * x_1 + A_2 * x_2 + \dots + A_g * x_g, \quad (12.3)$$

де A_i – коефіцієнт регресії; $i = 1, 2, \dots, k$; x_1, x_2, \dots, x_g – економічні чинники; Y – прогнозований показник.

У просторово-часовій ситуації, коли ряди динаміки за довжиною недостатні для побудови статистично значимих прогнозів або коли підприємство має намір врахувати в прогнозі вплив чинників, що відрізняються за економічною природою, а також їхню динаміку, вихідними даними для розрахунків слугують матриці показників. Кожна з матриць є значенням таких самих показників за різні періоди або на різні послідовні дати.

В основі ситуаційного аналізу й прогнозування є моделі, призначені для дослідження функціональних або чітко детермінованих зв'язків. У цьому випадку кожному значенню факторної ознаки відповідає повністю визначене не випадкове значення показника. Наприклад, підставляючи прогнозні значення виторгу від реалізації продукції, оборотності оборотних коштів тощо, розраховують прогнозне значення важливого показника ефективності – рентабельності (власних коштів, виробництва, економічної рентабельності тощо).

Фінансове планування на підприємстві потребує дотримання певних принципів.

До головних *принципів* фінансового планування належать такі:

- 1) принцип дотримання термінів виконання всіх зобов'язань перед контрагентами;

- 2) принцип забезпечення постійної потреби в оборотних коштах. Це може бути обов'язкове залучення довгострокових джерел для фінансування частини оборотних коштів, а також забезпечення наявності власних оборотних коштів;
- 3) принцип забезпечення залишку грошових коштів. Цей залишок має бути такого обсягу, щоби повністю міг забезпечити оплату своїх зобов'язань у наступному періоді. Коли є надлишок інвестиційних коштів, необхідно спрямовувати їх у високоліквідні активи.

Фінансове планування буде ефективним у разі дотримання зазначених принципів і за умови наявності достовірної інформаційної бази.

Метою фінансового планування є забезпечення найефективнішого руху фінансових ресурсів у взаємозв'язку минуле – теперішнє – майбутнє (рис. 12.1).

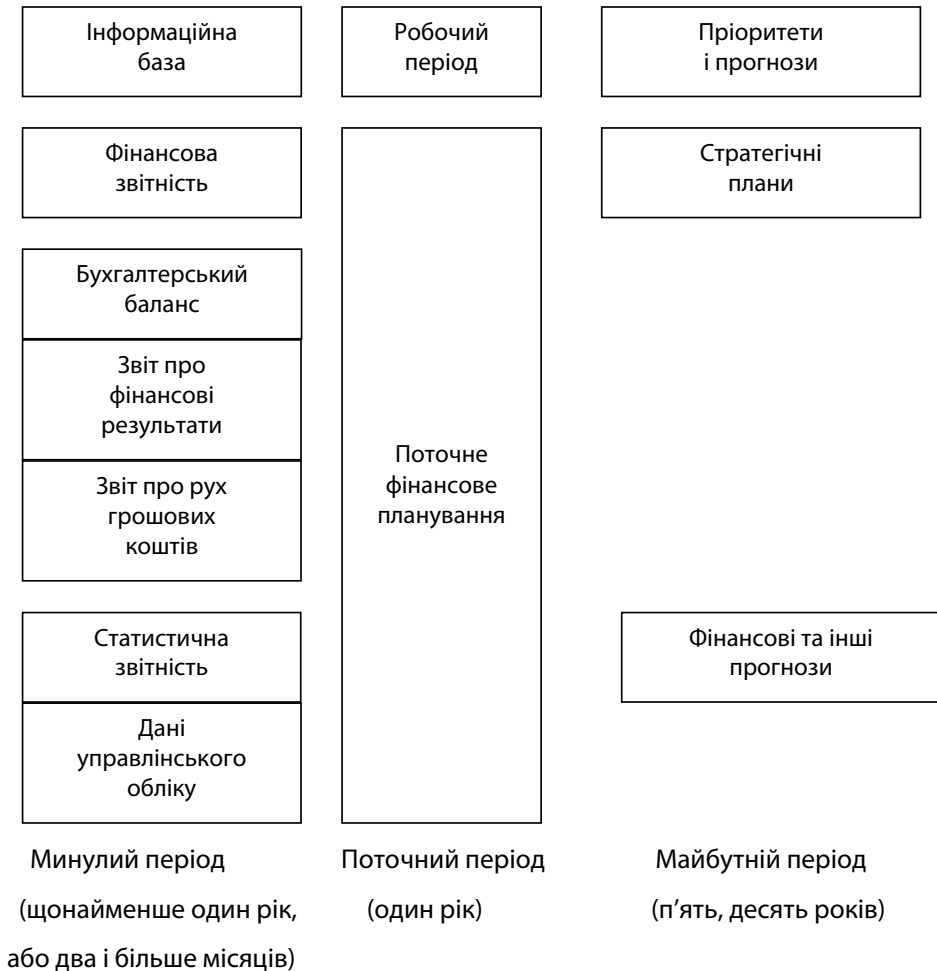


Рис. 12.1. Фінансове планування від минулого до майбутнього

У процесі фінансового планування обов'язково враховують результати ситуаційного аналізу, який відповідає на питання: "Що буде, якщо відбудуться певні події?"

На підставі цього аналізу розробляють пропозиції, у яких враховують таке:

- 1) який обсяг продукції потрібний на ринку і повинен бути виготовлений;
- 2) як врахувати графіки життєвого циклу товарів і запропонувати припинення виробництва застарілих виробів, не потрібних на ринку, модернізувати і випустити продукцію, що забезпечуватиме надходження коштів на розрахунковий рахунок;
- 3) чим обґрунтувати рішення про закупівлю комплектувальних виробів чи самостійне їхнє виробництво;
- 4) почати модернізацію виробництва продукції чи залишити незмінною технологію та організацію виробництва, якщо вона задовольняє теперішні й майбутні плани підприємства;
- 5) закрити чи перепрофілювати структурні підрозділи підприємства залежно від стратегії підприємства і стану цих підрозділів;
- 6) якщо зменшити обсяг продажу, що відбудеться на підприємстві;
- 7) якщо зміниться цінова політика на підприємстві, як це вплине на фінансові результати;
- 8) як зміняться результати діяльності підприємства, якщо зміниться хоч би одна зі змінних чи постійних величин?

Головними завданнями фінансового планування є:

- забезпечувати виробничу та інвестиційну діяльність необхідними фінансовими ресурсами;
- налагоджувати раціональні взаємовідносини з постачальниками, споживачами, банками, страховими компаніями, біржами та ін.;
- обґрунтовувати напрями вкладення капіталу й оцінювати раціональність його використання;
- виявляти резерви зростання прибутковості підприємства;
- контролювати ефективність використання фінансових ресурсів.

Отже, фінансове планування – важлива відповідальна ланка в процесі управління. Воно повинне ґрунтуватися на реальних показниках минулого і, особливо, майбутніх періодів. Тоді фінансове планування забезпечить:

- 1) прискорене зростання доходів і темпів грошових надходжень;
- 2) збільшення прибутку на вкладений капітал;
- 3) постійні виплати дивідендів;
- 4) підвищену надійність облігацій і зростання ціни акцій (якщо підприємство є акціонерним товариством);
- 5) стабільні доходи в періоди економічних спадів;
- 6) фінансову стійкість.

Фінансове планування буде ефективним за умови, якщо охоплюватиме:

- прогнозування;
- вибір оптимального фінансового плану;
- контроль за виконанням фінансового плану.

12.2. Техніка складання фінансових планів та прогнозів

Особливості формування фінансових планів і прогнозів визначають типом плану, який формують, й обраною згідно з цим методикою планування та прогнозування.

Залежно від періоду охоплення фінансові плани бувають:

- 1) прогнозними (стратегічними);
- 2) поточними;
- 3) оперативними.

Фінансова стратегія (бізнес-план, стратегічний фінансовий план) визначає довготермінову мету фінансової діяльності підприємства, що зумовлена його фінансовою політикою, вибором ефективних напрямів її досягнення.

Вихідним етапом планування є прогнозування головних напрямів діяльності підприємства, що відбувається в процесі перспективного планування. На цьому етапі визначають також параметри поточного фінансового планування. Відповідно, основу для розроблення оперативних фінансових планів формують саме на стадії поточного фінансового планування.

Базою перспективного фінансового планування є прогнозування – розроблення альтернативних фінансових показників і параметрів, використання яких відповідно до тенденцій зміни ситуації на ринку дає змогу визначити один із варіантів розвитку підприємства.

Результатом перспективного фінансового планування є розроблення таких прогнозів:

- прогноз прибутків і збитків (фінансових результатів);
- прогноз руху грошових коштів (баланс грошових потоків);
- баланс активів та пасивів підприємства.

Ці плани визначають довготермінову мету фінансово-господарської діяльності підприємства, яка залежить від обраної підприємством фінансової політики і визначених ефективних напрямів її досягнення.

Поточне фінансове планування полягає в розробленні конкретних фінансових планів.

Поточний фінансовий план може містити такі розділи:

- 1) джерела формування і надходження коштів;
- 2) приріст активів підприємства;
- 3) повернення залучених коштів;

- 4) витрати, пов'язані із внесенням обов'язкових платежів до бюджету та державних цільових фондів;
- 5) покриття збитків минулих періодів.

Поточні фінансові плани бувають таких видів:

 - функціональні плани, за допомогою яких впроваджують управлінські рішення в різних функціональних сферах;
 - одночасні плани (реалізації проекту разового характеру);
 - стабільні плани, які стандартизують рішення щодо операцій, які повторюються;
 - плани рекомендаційного характеру.

Оперативні фінансові плани необхідні підприємству для такого:

- 1) контролю за фактичними надходженнями грошових коштів на поточний рахунок;
- 2) контролю за витрачанням коштів у процесі господарської діяльності;
- 3) виконання поточного фінансового плану.

До оперативних фінансових планів належать:

- баланс надходження коштів підприємства;
- платіжний календар – аналіз грошових надходжень і майбутніх витрат; інформація про рух грошових коштів;
- податковий календар – перелік податків і зборів, дата їхньої сплати;
- касовий план – план обороту готівки, що відображає надходження і виплату готівки через касу;
- бюджет – кошторис або баланс доходів і витрат на короткотерміновий період.

Бюджети як різновид оперативних фінансових планів поділяють за сферою діяльності, видами і номенклатурою витрат, методами розроблення (табл. 12.1).

Таблиця 12.1

Види бюджетів підприємства

Ознаки класифікації	Види бюджетів
Сфера діяльності	- бюджет з інвестиційної діяльності; - бюджет з операційної діяльності; - бюджет з фінансової діяльності
Види витрат	- поточний бюджет; - капітальний бюджет
Номенклатура витрат	- функціональний (операційний) бюджет; - комплексний (зведений) бюджет
Методи розроблення	- статичний (стабільний) бюджет; - гнучкий бюджет

Ефективність фінансового планування також залежить від обраного методу планування.

Метод планування – це сукупність прийомів і способів вивчення економічних процесів для досягнення визначених цілей у майбутньому.

Для вибору методу планування необхідно врахувати:

- 1) макроекономічну ситуацію в державі, тобто методи планування мають відповідати умовам господарювання в державі, особливостям становлення та розвитку ринкових відносин;
- 2) специфіку господарської діяльності і способи підвищення її ефективності;
- 3) розмір підприємства, форму власності, види планів, які складають у певний час.

У разі вибору методу планування враховують різні класифікаційні ознаки (табл. 12.2) [7, с. 433].

Таблиця 12.2

Види методів планування

Класифікаційні ознаки	Методи планування
Вихідна позиція для розроблення плану	- ресурсний (за можливостями); - цільовий (за потребами)
Принципи визначення планових показників	- екстраполяційний; - інтерполяційний
Спосіб розрахунку планових показників	- спробно-статистичні; - факторний; - нормативний
Узгодження ресурсів та потреб	- балансовий; - матричний
Варіантність розроблюваних планів	- одноваріантний (інтуїтивний); - поліваріантний; - економіко-математичної оптимізації
Спосіб виконання розрахункових операцій	- ручний; - механізований; - автоматизований
Форма подання планових показників	- табличний; - лінійно-графічний; - логічно-структурний (сітьовий)

На практиці діють різні чинники, які обов'язково враховують у ході вибору методів планування. До головних з них належать:

- 1) сутність показника плану і його взаємозв'язок з іншими показниками;
- 2) час (термін) планування;
- 3) наявність вихідної інформації для розрахунку впливу різних чинників на виробничу діяльність підприємства;
- 4) аналіз стану вихідних показників у попередніх періодах.

Найпоширенішими *методами* фінансового планування на підприємстві є:

- балансовий;
- нормативний;

- розрахунково-аналітичний;
- оптимізації планових рішень;
- економіко-математичного моделювання.

Балансовий метод планування фінансових показників передбачає збалансування підсумкових показників доходів і витрат фінансового плану, а також визначення конкретних джерел покриття для кожної статті витрат.

Суть нормативного методу фінансового планування полягає в тому, що на підставі певних фінансових норм і техніко-економічних нормативів (наприклад, ставка податку, норми амортизаційних відрахувань) розраховують потребу підприємства у фінансових ресурсах та визначають джерела цих ресурсів.

У разі використання розрахунково-аналітичного методу планові показники обчислюють на підставі аналізу фактичних фінансових показників і враховують їхні зміни у плановому періоді.

Оптимізація планових рішень полягає в розробленні варіантів планових розрахунків для вибору оптимального (за критеріями обсягу прибутку, економії фінансових ресурсів, мінімуму вкладення капіталу за максимально ефективного результату тощо).

Метод економіко-математичного моделювання уможливорює кількісне вираження взаємозв'язків між фінансовими показниками і чинниками, що їх визначають.

Фінансове прогнозування – це основа для подальшого планування на підприємстві і складання фінансового бюджету. Вихідними даними для цього є прогноз продажів та відповідних витрат, а мета – розрахунок потреби у зовнішньому фінансуванні.

Розрахунок прогнозу потреби у фінансуванні такий:

- 1) складання прогнозу реалізації продукції (статистичними та іншими методами);
- 2) складання прогнозу змінних витрат;
- 3) складання прогнозу інвестицій в основні та оборотні активи, які необхідні для досягнення планового обсягу продажів;
- 4) розрахунок потреби у зовнішньому фінансуванні і пошук відповідних джерел з урахуванням принципу формування раціональної структури джерел коштів.

Відомо два підходи до фінансового прогнозування. Перший – *бюджетний*, який ґрунтується на концепції грошових потоків і зводиться до розрахунку фінансової частини бізнес-плану. Другий – простий і лаконічний – *метод відсотка від продажу* (перша модифікація) та *метод формули* (друга модифікація).

Усі розрахунки проводять на підставі таких трьох аспектів.

1. Змінні витрати, поточні активи і поточні зобов'язання в разі зростання обсягу продажу на певний відсоток збільшуються в середньому на стільки ж відсотків. Це означає, що поточні активи і пасиви становитимуть у плановому періоді такий самий відсоток, як і в базовому.

2. Відсоток збільшення вартості основних засобів розраховують під визначений обсяг зростання обороту відповідно до технологічних умов бізнесу і з урахуванням наявності недовантажених основних засобів на початок періоду прогнозування, ступеня фізичного і морального спрацювання засобів виробництва.
3. Довгострокові зобов'язання й акціонерний капітал беруть у прогноз незмінними. Нерозподілений прибуток прогнозують з урахуванням норми розподілу чистого прибутку на дивіденди і чистої рентабельності реалізованої продукції:

$$\text{НП}_{\text{прогн}} = \text{НП}_{\text{баз}} + \text{ЧП}_{\text{прогн}} - \text{Д}_{\text{прогн}}, \quad (12.4)$$

де $\text{НП}_{\text{прогн}}$ – прогнозне значення нерозподіленого прибутку; $\text{НП}_{\text{баз}}$ – значення нерозподіленого прибутку у базовому періоді; $\text{ЧП}_{\text{прогн}}$ – прогнозне значення чистого прибутку, який визначають як $\text{ВРП}_{\text{прогн}} \times \text{ЧРРП}$ (де $\text{ВРП}_{\text{прогн}}$ – прогнозований обсяг виторгу від реалізації продукції; ЧРРП – чиста рентабельність реалізованої продукції); $\text{Д}_{\text{прогн}}$ – прогнозоване значення дивідендів, яке обчислюють як $\text{ЧП}_{\text{прогн}} \times \text{НРП}$ (де НРП – норма розподілу чистого прибутку на дивіденди).

Після обчислення цього, з'ясовують, скільки пасивів не вистачає, щоб покрити необхідні активи пасивами – це і є необхідна сума додаткового зовнішнього фінансування. Аналогічний результат можна отримати, скориставшись такою формулою:

$$\text{ПДЗФ} = \text{A}_{\text{факт}} \times \text{ТПВ} - \text{П}_{\text{факт}} \times \text{ТПВ} - \frac{\text{ЧП}_{\text{факт}}}{\text{V}_{\text{факт}}} \times \text{V}_{\text{прогн}} \times \left(1 - \frac{\text{Д}_{\text{факт}}}{\text{ЧП}_{\text{факт}}}\right), \quad (12.5)$$

де ПДЗФ – потреба в додатковому зовнішньому фінансуванні; $\text{A}_{\text{факт}}$ – активи звітного балансу, що підлягають зміні; $\text{П}_{\text{факт}}$ – пасиви звітного балансу, що підлягають зміні; ТПВ – темп приросту виторгу; $\text{ЧП}_{\text{факт}}$, $\text{Д}_{\text{факт}}$ – чистий прибуток та дивіденди звітного періоду, відповідно; $\text{V}_{\text{факт}}$, $\text{V}_{\text{прогн}}$ – виторг звітного періоду та прогнозне значення виторгу, відповідно.

Згідно з формулою (12.5), потреба у зовнішньому фінансуванні є тим більшою, чим більші активи у базовому році, темп приросту виторгу і норма розподілу чистого прибутку на дивіденди, і тим меншою, чим більші пасиви в базовому році і чиста рентабельність реалізованої продукції, а також прогнозна норма розподілу чистого прибутку на дивіденди.

Техніка фінансового планування і прогнозування повинна:

- 1) бути адекватною зовнішнім умовам господарювання, особливостям різних етапів процесу становлення та розвитку ринкових відносин;
- 2) найповніше враховувати профіль діяльності об'єкта планування, різноманітність у способах досягнути збільшення прибутку;
- 3) відрізнятися залежно від виду плану, який розробляють.

12.3. Використання матриці фінансових стратегій у фінансовому плануванні

Матриці фінансових стратегій дають змогу в загальному вигляді скласти прогноз фінансово-господарського стану підприємства, відображають, як фінансовий менеджер може запобігти несприятливим чинникам розвитку економічної діяльності.

Для ліпшого розуміння потреби застосування матриці фінансових стратегій необхідно розглянути такі показники.

1. Результат господарської діяльності (РГД):

$$\begin{aligned} \text{РГД} = & \text{БРЕІ} - \text{Зміна поточних фінансових потреб} - \\ & - \text{Виробничі інвестиції} + \text{Звичайний продаж майна.} \end{aligned} \quad (12.6)$$

Уточнимо деякі зі складових розрахунку цього показника.

$$\text{Брутто-результат експлуатації інвестицій (БРЕІ)} = \text{ДВ} - \text{ВОП},$$

де ДВ – додана вартість; ВОП – витрати на оплату праці (з урахуванням соціальних відрахувань).

Зміна поточних фінансових потреб – різниця між коштами, перетвореними в запаси, і клієнтською заборгованістю постачальникам (у широкому розумінні різниця між поточними активами і поточними пасивами).

Звичайний продаж майна – продаж старого обладнання в разі заміни його новим.

Цей показник ще називають “грошові кошти після фінансування розвитку”. Ідеться про рівень ліквідності підприємства внаслідок проведення всього комплексу операцій, що належить до його звичайної господарської діяльності. Позитивне значення РГД відкриває перед суб’єктом господарювання можливість масштабного впровадження нового устаткування, інвестиційних проектів, вкладення коштів в інші види і сфери діяльності.

2. Результат фінансової діяльності (РФД)

$$\begin{aligned} \text{РФД} = & \text{Зміна позикових коштів} \\ & - \text{Сума відсотків} \\ & - \text{Податок на прибуток} \\ & - \text{Виплачені дивіденди} \\ & + \text{Кошти, отримані від емісії акцій} \\ & - \text{Кошти, вкладені в статутний капітал інших підприємств} \\ & - \text{Інші довгострокові фінансові вкладення} \\ & + \text{Прибуток від участі в капіталі інших підприємств} \\ & + \text{Доходи від інших довгострокових фінансових вкладень.} \end{aligned} \quad (12.7)$$

Результат фінансової діяльності відображає фінансову політику підприємства, зокрема, у сфері залучення позикових коштів. У разі збільшення позикових коштів РФД зростає і стає позитивним. Зі збільшенням витрат, пов'язаних з платою за користування позиковим капіталом, РФД починає знижуватися.

3. Результат фінансово-господарської діяльності (РФГД):

$$\text{РФГД} = \text{РГД} + \text{РФД}. \quad (12.8)$$

РФГД відображає обсяг і динаміку грошових коштів підприємства внаслідок реалізації всієї інвестиційно-виробничої та фінансової діяльності. Негативне значення результату фінансово-господарської діяльності, особливо протягом тривалого часу, може призвести до банкрутства. У разі позитивних значень показника стратегічний фінансовий ризик мінімальний. Залежно від ринкової кон'юнктури допускають деякі коливання РФГД навколо нульового значення (так звана безпечна зона).

Аналіз РГД, РФД і РФГД потрібний для виявлення обсягу і динаміки грошових коштів підприємства унаслідок його господарсько-інвестиційної і фінансової діяльності, для оцінювання спроможності розрахуватися за зобов'язаннями, виплачувати дивіденди, інвестувати в основні засоби, покривати поточні фінансово-експлуатаційні потреби, тобто мати позитивні грошові потоки. На підставі обчислення цих показників підприємство умовно можна помістити у певну позицію матриці фінансових стратегій.

Матриця фінансових стратегій допомагає спрогнозувати "критичний шлях" підприємства в короткій перспективі, визначити допустимі межі ризику і виявити поріг можливостей розвитку господарської діяльності. Матриця фінансових стратегій об'єднує три групи квадратів (рис. 12.2).

А	РФД $\ll 0$	РФД ≈ 0	РФД $\gg 0$
РГД $\gg 0$	1 РФГД ≈ 0	4 РФГД > 0	6 РФГД $\gg 0$
РГД ≈ 0	7 РФГД < 0	2 РФГД ≈ 0	5 РФГД > 0
РГД $\ll 0$	9 РФГД $\ll 0$	8 РФГД < 0	3 РФГД ≈ 0

Рис. 12.2. Структура матриці фінансових стратегій

група I – три позиції рівноваги:
квадрат 1 "Батько сім'ї";
квадрат 2 "Стилка рівновага";
квадрат 3 "Нестійка рівновага";

група II – елітна —
три позиції успіху:
квадрат 4 "Рантьє";
квадрат 5 "Штурм";
квадрат 6 "Холдинг";

група III – "неуспішні позиції" –
три позиції дефіциту:
квадрат 7 "Епізодичний дефіцит";
квадрат 8 "Дилема";
квадрат 9 "Криза".

Під час побудови матриці фінансових стратегій виділяють діагональ АБ (див. рис.12.2) – лінію ліквідності (лінію розриву, “мертву” лінію, лінію беззбитковості). Це лінія, на якій розміщені точки беззбитковості, тобто коли підприємства вже не мають збитків, однак ще не мають прибутків – поріг рентабельності (про це йшлося у розділі 6).

Із рис. 12.2 бачимо, що лінія ліквідності АБ розділяє матрицю фінансових стратегій на дві однакові частини:

- зону успіху – зону додатних значень аналітичних показників;
- зону дефіциту – зону від’ємних значень аналітичних показників.

Усі підприємства, що перебувають у верхній частині від лінії ліквідності АБ, тобто повністю у квадратах 4 “Рантьє”, 5 “Штурм” і 6 “Холдинг” та верхніх частинах квадратів 1 “Батько сім’ї”, 2 “Стійка рівновага” і 3 “Нестійка рівновага”, створюють ліквідні кошти. Чим вище вони є від лінії ліквідності, тим їхня господарська діяльність ефективніша.

Ті підприємства, що перебувають під лінією АБ, тобто повністю в квадратах 7 “Епізодичний дефіцит”, 8 “Дилема” і 9 “Криза”, а також у нижніх частинах квадратів 1 “Батько сім’ї”, 2 “Стійка рівновага” і 3 “Нестійка рівновага”, споживають ліквідні кошти, зароблені ними в попередніх періодах. Чим далі підприємства від лінії ліквідності, тим у них загрозливіша фінансова ситуація, яка в разі не вжиття відповідних заходів може призвести до банкрутства.

І. Три позиції рівноваги (РФГД ≈ 0 , квадрати 1, 2, 3).

Схеми можливих ситуаційних змін на підприємствах, розташованих у цих позиціях, показано на рис.12.3, 12.4, 12.5.

Квадрат 1 “Батько сім’ї”. Темпи зростання обороту менші від потенційно можливих. Не задіяні всі внутрішні ресурси суб’єкта господарювання; є невикористані виробничі резерви. Підприємство зменшує заборгованість і користується власними коштами; майже не застосовує ефекту фінансового важеля. У цьому разі можливі такі варіанти:

- 1) у разі підвищених темпів зростання обороту це ефективне підприємство: воно має невикористані можливості розвитку. У випадку активізації цих можливостей є шанс переміститися у квадрат 4 – елітна позиція успіху (політика залучення позикових коштів), або у квадрат 2 – позиція стійкої рівноваги (збільшення інвестицій);
- 2) зі зниженням темпів зростання обороту – це підприємство, що старіє. Якщо не зміниться стратегія менеджменту, то такий суб’єкт господарювання через певний час з позиції рівноваги переміститься у зону дефіциту – квадрат 7, а з нього – у нижчі квадрати.

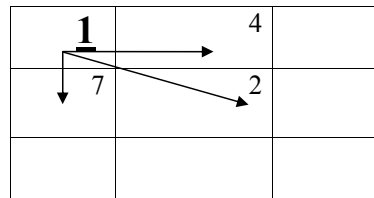


Рис. 12.3. Квадрат 1 “Батько сім’ї”

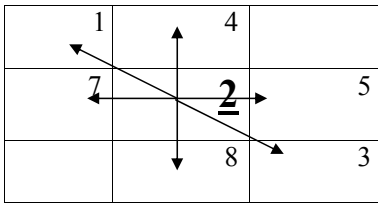


Рис. 12.4. Квадрат 2
"Стійка рівновага"

- 2) якщо темпи зростання фінансово-господарської діяльності будуть повільнішими порівняно із загальноринковими, то в разі раціонально спрогнозованих темпів зростання обороту відбувається переміщення у квадрати 1, 4; а у випадку, коли кредитори не довіряють підприємству й темпи обороту нижчі, – у квадрат 7.

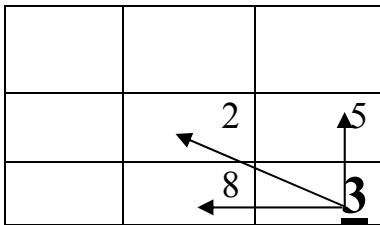


Рис. 12.5. Квадрат 3
"Нестійка рівновага"

Характеристики фінансової ситуації на підприємстві, яке перебуває у квадраті 3: нема вільних власних коштів, широко використовують у господарській діяльності залучений капітал. Така ситуація може виникнути після реалізації інвестиційного проекту. Альтернативні напрями розвитку фінансових подій:

- 1) у випадку реінвестування прибутку і бажання будь-якою ціною продовжувати та нарощувати темпи зростання обороту необхідність стабілізації результату фінансової діяльності штовхає фінансового менеджера до стратегії збільшення власних коштів (квадрат 8);
- 2) якщо збільшення рентабельності перевищуватиме темпи зростання обороту, то підприємство переміщуватиметься до квадрата 5. Якщо ж темпи зростання обороту і рентабельності однакові, то воно може переміститися в квадрат 2.

II. Три позиції дефіциту (РФГД < 0, квадрати 7, 8, 9).

На рис. 12.6–12.8 відображено можливі стратегічні напрями переміщення підприємств, які перебувають у позиціях дефіциту матриці фінансових стратегій.

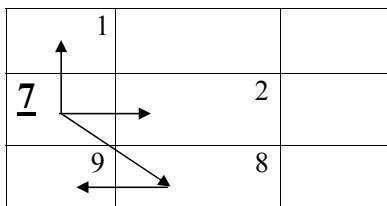


Рис. 12.6. Квадрат 7
"Епізодичний дефіцит"

Квадрат 2 "Стійка рівновага". Підприємство перебуває в стані фінансової рівноваги; має найбільшу кількість можливих варіантів зміни розташування в матриці (див. рис. 12.4): 1) якщо підприємство поставило за мету інтенсивно розвиватися, то воно повинне задіяти фінансові резерви і зможе переміститися до квадратів 3, 5 або 8 (вплив підприємницького ризику);

Квадрат 3 "Нестійка рівновага". Характеристика фінансової ситуації на підприємстві, яке перебуває у квадраті 3: нема вільних власних коштів, широко використовують у господарській діяльності залучений капітал. Така ситуація може виникнути після реалізації інвестиційного проекту. Альтернативні напрями розвитку фінансових подій:

1) у випадку реінвестування прибутку і бажання будь-якою ціною продовжувати та нарощувати темпи зростання обороту необхідність стабілізації результату фінансової діяльності штовхає фінансового менеджера до стратегії збільшення власних коштів (квадрат 8);

2) якщо збільшення рентабельності перевищуватиме темпи зростання обороту, то підприємство переміщуватиметься до квадрата 5. Якщо ж темпи зростання обороту і рентабельності однакові, то воно може переміститися в квадрат 2.

II. Три позиції дефіциту (РФГД < 0, квадрати 7, 8, 9).

На рис. 12.6–12.8 відображено можливі стратегічні напрями переміщення підприємств, які перебувають у позиціях дефіциту матриці фінансових стратегій.

Квадрат 7 "Епізодичний дефіцит". Відбувається десинхронізація часу використання і надходження ліквідних коштів, виникає дефіцит ліквідних коштів; фінансовий менеджер продовжує збільшувати заборгованість, не знижуючи темпів інвестування: завдяки грошовим надходженням; через збільшення капіталу на противагу дивідендам. З цього квадрата підприємство може переміститися:

- 1) якщо збільшення рівня економічної рентабельності перевищує темпи зростання обороту підприємства – у квадрат 2 або квадрат 1;
- 2) у протилежному випадку – якщо економічна рентабельність зростає повільніше, ніж оборот, – то спочатку у квадрат 8, а згодом у квадрат 9.

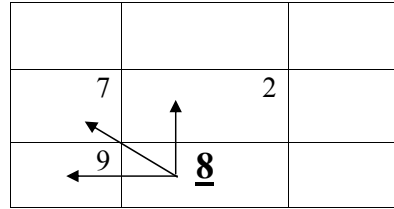


Рис. 12.7. Квадрат 8 “Дилема”

Квадрат 8 “Дилема”. Фінансовий менеджер частково використовує можливості нарощення заборгованості, проте цього недостатньо для покриття дефіциту ліквідних коштів, забезпечення внутрішніх потреб функціонування. Дефіцит ліквідних коштів частково покривають через запозичення. За таких умов:

- 1) якщо рівень економічної рентабельності відновлюється, то можливе переміщення у квадрат 2 або хоча б у квадрат 7 (коли кредитори не довіряють підприємству);
- 2) проте коли рівень економічної рентабельності суттєво зменшується, відбувається перехід у квадрат 9.

Квадрат 9 “Криза”. Це – кризовий фінансовий стан підприємства. Фінансовому менеджеру необхідно проводити докорінні зміни:

- застосовувати дезінвестиції;
- користуватися всілякими видами фінансової підтримки;
- реструктуризовувати, тобто ділити на малі підприємства.

Тоді можливі переміщення у квадрат 8 або у квадрат 7.

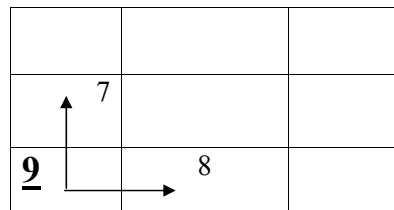


Рис. 12.8. Квадрат 9 “Криза”

III. *Три позиції успіху* (РФГД > 0, квадрати 4, 5, 6).

На рис. 12.9, 12.10, 12.11 показано позиціонування успішних підприємств у матриці фінансових стратегій.

Квадрат 4 “Рантьє”. У розпорядженні підприємства є вільні кошти для реалізації проектів з використанням позикових фінансових ресурсів. Темпи зростання обороту підприємства є помірними, заборгованість на нейтральному рівні. У цій ситуації все залежить від рівня та динаміки економічної рентабельності:

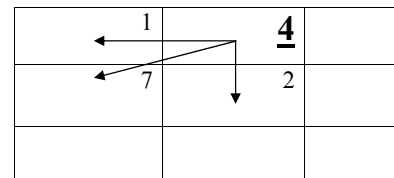


Рис. 12.9. Квадрат 4 “Рантьє”

- 1) за невисокого і практично незмінного рівня економічної рентабельності з’являється ризик зміни знака ефекту фінансового важеля (унаслідок під-

вищення відсоткових ставок) та притаманна ринковим умовам конкуренція переміщує підприємство у квадрат 1 або квадрат 7;

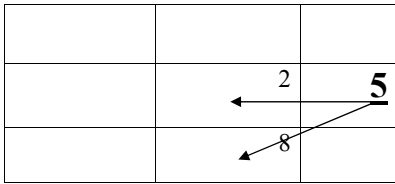


Рис. 12.10. Квадрат 5 "Штурм"

2) у разі вищого рівня та (або) щораз більшої економічної рентабельності фінансовий менеджер може диверсифікувати виробництво чи нарощувати оборот, чи виплачувати значні дивіденди, тоді підприємство переміститься в квадрат 2.

Квадрат 5 "Штурм". Надлишок власних коштів дає змогу розширити сегмент ринку. Фінансовий менеджер продовжує збільшувати запозичення, хоча інтереси збереження внутрішньої рівноваги цього, можливо, і не потребують. Це частково пов'язане з політикою диверсифікації або активного інвестування. Може відбуватися таке:

- 1) якщо підтримувати достатній рівень економічної рентабельності, то можливе переміщення у квадрат 2;
- 2) якщо рівень економічної рентабельності знижується, то підприємство переміститься в квадрат 8.

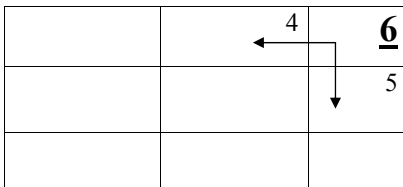


Рис. 12.11. Квадрат 6 "Холдинг"

Квадрат 6 "Холдинг". Підприємство є материнською компанією і забезпечує фінансування дочірніх компаній завдяки збільшенню позикових коштів:

- 1) якщо співвідношення позикових і власних коштів (плече фінансового важеля) дуже високе, то виникає тенденція до переміщення у квадрат 4;
- 2) коли ринок материнської компанії старіє, вичерпується, підприємство може переміститися у квадрат 5.

З використанням матриці фінансових стратегій можна оцінити стан підприємства на поточний момент, визначити його стратегічну позицію, зміною показників, що входять до складу результатів фінансово-господарської діяльності, підібрати необхідні інструменти для досягнення запланованого рівня прибутковості за нижчого рівня фінансового ризику, з'ясувати, як можуть вплинути управлінські фінансові рішення на можливості розгортання бізнесу в майбутньому.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Що таке фінансове планування і прогнозування на підприємстві?
2. Розкрийте необхідні елементи фінансового планування.
3. На яких методах ґрунтується фінансове планування й прогнозування?

4. Перелічіть принципи і завдання фінансового планування.
5. Які чинники враховують у разі вибору методів фінансового планування?
6. Охарактеризуйте різновиди фінансових планів.
7. Які є види поточних фінансових планів?
8. Розкрийте особливості побудови оперативних фінансових планів.
9. Яка структура матриці фінансових стратегій підприємства?
10. Проаналізуйте показники, які визначають позицію підприємства у матриці фінансових стратегій.



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

- 1. Метод збалансованого планування фінансових показників передбачає ...**
 - 1) розрахунок потреби підприємства у фінансових ресурсах на підставі фінансових норм і нормативів;
 - 2) урівноваження підсумкових показників доходів та витрат фінансового плану;
 - 3) обчислення планових показників на підставі аналізу фактичних фінансових показників і їхньої зміни у плановому періоді;
 - 4) розроблення варіантів планових розрахунків для вибору оптимального за відповідними критеріями.
- 2. Розрахунково-аналітичний метод планування фінансових показників передбачає ...**
 - 1) розрахунок потреби підприємства у фінансових ресурсах на підставі фінансових норм і нормативів;
 - 2) урівноваження підсумкових показників доходів та витрат фінансового плану;
 - 3) обчислення планових показників на підставі аналізу фактичних фінансових показників і їхньої зміни у плановому періоді;
 - 4) розроблення варіантів планових розрахунків для вибору оптимального за відповідними критеріями.
- 3. У квадраті 4 "Рантьє" підприємство має такі можливі варіанти фінансового розвитку у разі зростання рівня економічної рентабельності ...**
 - 1) диверсифікувати виробництво;
 - 2) нарощувати оборот;
 - 3) виплачувати дивіденди;
 - 4) усі перелічені.
- 4. У матриці фінансових стратегій результат фінансово-господарської діяльності (РФГД) ≈ 0 для ...**
 - 1) позицій рівноваги;
 - 2) позицій успіху;

- 3) позицій дефіциту;
 - 4) усіх позицій.
- 5. У випадку помірних темпів зростання обороту, нейтрального рівня заборгованості, коли рівень розвитку залежить від рівня і динаміки економічної рентабельності, підприємство перебуває у квадраті ...**
- 1) "Стіяка рівновага";
 - 2) "Рантьє";
 - 3) "Епізодичний дефіцит";
 - 4) "Криза".
- 6. У матриці фінансових стратегій результат фінансово-господарської діяльності (РФГД) < 0 для ...**
- 1) позицій рівноваги;
 - 2) позицій успіху;
 - 3) позицій дефіциту;
 - 4) усіх позицій.
- 7. Якщо підприємство частково використовує можливості нарощення заборгованості, однак цього недостатньо для покриття дефіциту ліквідних коштів і забезпечення внутрішніх потреб, то воно перебуває у квадраті ...**
- 1) "Батько сім'ї";
 - 2) "Стіяка рівновага";
 - 3) "Дилема";
 - 4) "Криза".
- 8. У позиції "Стіяка рівновага" підприємство ...**
- 1) повинне зменшувати обсяги випуску продукції;
 - 2) повинне зменшувати рівень заборгованості;
 - 3) має змогу інтенсивно розвиватися за умови реінвестування прибутку;
 - 4) має РФГД > 0 .
- 9. Якщо темпи зростання нижчі від потенційно можливих, задіяні не всі внутрішні ресурси підприємства, використовують власні кошти, зменшують заборгованість, однак підприємство розвивається, то воно перебуває у квадраті ... матриці фінансових стратегій.**
- 1) "Батько сім'ї";
 - 2) "Штурм";
 - 3) "Епізодичний дефіцит";
 - 4) "Дилема".
- 10. З квадрата 8 "Дилема" підприємство може переміститися у квадрат ...**
- 1) "Стіяка рівновага", якщо відновиться рівень економічної рентабельності;
 - 2) "Епізодичний дефіцит", якщо відновиться рівень економічної рентабельності, проте кредитори не довіряють підприємству;
 - 3) "Криза", якщо рівень економічної рентабельності зменшується;
 - 4) усі перелічені позиції матриці фінансових стратегій.



ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ

На підставі аналізу найважливіших фінансових показників господарської діяльності за даними агрегованої фінансової звітності:

- оцініть позицію суб'єкта господарювання у матриці фінансових стратегій;
- визначте стратегічні орієнтири фінансового менеджменту (наприклад, за терміном, цілями розвитку, інструментами реалізації);
- запропонуйте лаконічну структуру стратегічного фінансового плану;
- обґрунтуйте фінансову стратегію для майбутнього розвитку підприємства.



ЛІТЕРАТУРА

1. Бланк И. С. Основы финансового менеджмента / И. С. Бланк. – К. : Ника-Центр, Эльга, 1999. – 478 с.
2. Брігхем Є. Основы фінансового менеджменту : [пер. з англ.] / Є. Брігхем. – К. : Молодь, 1999. – 1000 с.
3. Данилюк М. О. Фінансовий менеджмент : навч. посібник для студентів вищих навч. закладів / М. О. Данилюк, В. І. Савич. – К. : Центр навч. л-ри, 2004. – 203 с.
4. Коваленко Л. О. Фінансовий менеджмент : навч. посібник / Л. О. Коваленко, Л. М. Ремньова ; 2-ге видання, перероб. і доп. – К. : Знання, 2005. – 457 с.
5. Рясних Є. Г. Основы фінансового менеджменту : навч. посібник / Є. Г. Рясних. – К. : Скарби, 2003. – 238 с.
6. Финансовый менеджмент : Теория и практика : учебник / под ред. Е. С. Стояновой ; 5-е изд., перераб. и доп. – М. : Перспектива, 2002. – 560 с.
7. Фінансовий менеджмент : підручник / кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – К. : КНЕУ, 2005. – 536 с.



- 13.1. Роль фінансової звітності в управлінні підприємством.
- 13.2. Методи аналізу фінансової звітності.
- 13.3. Балансові показники фінансового стану підприємства.
- 13.4. Оцінка звіту про фінансові результати.
- 13.5. Характеристика звіту про рух грошових коштів.
- 13.6. Аналіз звіту про власний капітал.

13.1. Роль фінансової звітності в управлінні підприємством

Ефективність управління фінансовою діяльністю підприємства значно залежить від якості його інформаційного забезпечення. Управлінські фінансові рішення ухвалюють на підставі *фінансової інформації* про стан господарських ресурсів, зобов'язань і фінансових джерел ділової одиниці, рівня прибутку та витрат, оборотів підприємницької структури та якості її активів, обсягу й динаміки потоків грошових коштів.

Головні *вимоги до якості фінансової інформації* такі.

1. **Значимість** – здатність впливати на ухвалення управлінських фінансових рішень: можливість вчасно оцінити минулі, теперішні та майбутні події, підтвердити і скоригувати їхні оцінки, зроблені в минулому.
2. **Повнота** – характеризує інформативність фінансових показників, необхідних для проведення аналізу, планування та контролю за виконанням ухвалених фінансових рішень.
3. **Своєчасність** – відповідність інформації та потреба у ній за періодами її використання: інформація повинна бути актуальною і відображати реальний стан справ на підприємстві.
4. **Вірогідність** – відображає справжній фінансовий стан і результати господарської діяльності; інформація є вірогідною, якщо не містить помилок та перекручень, здатних вплинути на рішення користувачів звітності.
5. **Зрозумілість** – визначена простотою її побудови, відповідністю певним стандартам, дохідливістю за умови, що її користувачі мають достатні знання та зацікавлені у сприйнятті цієї інформації.

6. Зіставність – означає можливість порівняльної оцінки вартості окремих активів і результатів діяльності, проведення порівняльного аналізу фінансових звітів підприємства за різні періоди та фінансових звітів різних суб'єктів господарювання. Передумовою зіставності є наведення відповідної інформації попереднього періоду й розкриття інформації про облікову політику підприємства та її зміни. Підприємство обирає та змінює облікову політику самостійно за погодженням з власником (власниками) або уповноваженим органом (посадовою особою) відповідно до установчих документів.
7. Ефективність – витрати на залучення певних інформаційних потоків не повинні перевищувати ефекту, який отримують унаслідок їхнього використання.
8. Релевантність – визначає достатньо високий ступінь використання інформації, яку формують у процесі управління господарською діяльністю.

До складу інформаційного забезпечення фінансового аналізу входять: фінансова звітність, нормативно-правова інформація, статистична фінансова звітність, документація первинного й періодичного обліку, дані вибіркового спостереження, відомості про стан зовнішнього середовища, фінансові бюлетені інститутів фондового ринку, НБУ, спеціалізованих рейтингових агентств, періодичні бюлетені бірж тощо.

Сьогодні фінансова звітність є елементом інфраструктури ринкової економіки, реальним інструментом комунікації, за допомогою якого її користувачі можуть формувати стратегію і тактику управління підприємства. Саме на підставі даних фінансової звітності можна оцінити майновий стан, результати діяльності та економічний потенціал суб'єкта господарювання, прогнозувати майбутні грошові потоки й визначати вектори його розвитку, ухвалювати ефективні управлінські рішення. Оцінка результатів фінансового становища ділової одиниці потрібна різним групам користувачів (табл. 13.1).

Фінансову звітність як складову інформаційного забезпечення управління підприємством гармонійно поєднують з такими головними функціями менеджменту, як планування, організація, мотивація та контроль. У процесі планування дані цієї звітності використовують для обґрунтування цілей і напрямів роботи, формування базових та моделювання планових показників фінансово-господарської діяльності ділової одиниці. На стадії організації роботи вона впливає на процес збирання первинних даних про факти господарського життя, методи й процедури їхнього опрацювання в системі фінансового обліку. На підставі фінансових відомостей деталізують завдання, процеси, окреслюють інформаційні вимоги на виробничому рівні та функції працівників облікової служби. Також фінансова звітність є засобом стимулювання управління підприємством. За її допомогою проводять моніторинг, контроль, оцінювання досягнутих результатів і в разі потреби визначають коригувальні дії.

Таблиця 13.1

Користувачі фінансової звітності

Користувачі	Інтереси
Контрольний або фіскальний орган	Контроль за сплатою податків та інших обов'язкових платежів
Власники, акціонери, інвестори	Оцінка отримання доходу від вкладеного капіталу та ступінь ризикованості вкладень (ринкова вартість підприємства, показники рентабельності, розподіл прибутку, ризику, прибуток, який припадає на одну акцію)
Менеджери, керівники підприємства	Оцінка ефективності управлінських рішень та аналіз результатів виробничо-фінансової діяльності (витрати, сила впливу операційного важеля, податкова політика, вартість позикового капіталу, ефективність управління ресурсами, прибутковість), розроблення стратегії розвитку підприємства, визначення джерел її фінансового забезпечення
Працівники	Визначення перспектив зайнятості на підприємстві та отримання заробітної плати
Кредитори, постачальники	Оцінка перспектив подальшої співпраці, погашення заборгованості (ліквідність підприємства, ставка відсотка за кредит, надійність позичальника)
Покупці, споживачі	Оцінка перспектив майбутньої співпраці
Статистичні органи	Складання статистичних узагальнень (рейтинг)
Контактні групи (рекрутингові організації, рейтингові компанії, аудиторські компанії, незалежні оцінювачі, ЗМІ)	Побудова рейтингів, фінансове узагальнення, консультування

Фінансова звітність – бухгалтерська звітність, що містить інформацію про фінансове становище, результати діяльності та рух грошових коштів підприємства за звітний період.

Дані фінансової звітності характеризують структуру майна, джерела його утворення, склад і розмір основних фондів суб'єкта господарювання, окремих видів дебіторської та кредиторської заборгованостей, основних засобів і нематеріальних активів, фінансових вкладень і зобов'язань.

Згідно з П(С)БО 1, до фінансової звітності належать:

- 1) баланс (звіт про фінансовий стан) (форма № 1);
- 2) звіт про фінансові результати (звіт про сукупний дохід) (форма № 2);
- 3) звіт про рух грошових коштів (за прямим методом) (форма № 3) або звіт про рух грошових коштів (за непрямим методом) (форма № 3-н);
- 4) звіт про власний капітал (форма № 4);
- 5) примітки до річної фінансової звітності;
- 6) додаток до приміток до річної фінансової звітності "Інформація за сегментами" (форма № 6);
- 7) фінансовий звіт суб'єкта малого підприємництва (форми № 1-м, 2-м);

8) спрощений фінансовий звіт суб'єкта малого підприємництва (форми № 1-МС, 2-МС).

Звітним періодом для складання фінансової звітності є календарний рік. Проміжну звітність складають щоквартально нарахованим підсумком з початку звітного періоду. Усі показники (активи й зобов'язання) повинні бути підтверджені річною інвентаризацією, до завдань якої належить виявлення їхньої реальної вартості, яку утворюють показники майже всіх основних статей балансу підприємства.

Принципи складання фінансової звітності такі:

- автономності, за яким кожне підприємство розглядають як окрему юридичну особу, відокремлену від власників; тому особисте майно і зобов'язання власників не потрібно відображати у фінансовій звітності ділової одиниці;
- безперервності діяльності, яка передбачає оцінку активів і зобов'язань, що припускає розподіл діяльності суб'єкта господарювання на певні періоди з метою складання фінансової звітності;
- історичної (фактичної) собівартості, що визначає пріоритет оцінки активів на підставі витрат на їхнє виробництво та придбання;
- нарахування та відповідності доходів і витрат, за яким для визначення фінансового результату звітного періоду треба порівняти доходи звітного періоду з витратами, що пов'язані з отриманням цих доходів. У цьому разі доходи і витрати відображають в обліку і звітності в момент їхнього виникнення незалежно від часу надходження і сплати грошей;
- повного висвітлення, згідно з яким фінансова звітність повинна містити всю інформацію про фактичні й потенційні наслідки операцій та подій, що може вплинути на рішення, які ухвалюють на її підставі;
- послідовності, який передбачає постійне (із року в рік) застосування підприємством обраної облікової політики. Зміна облікової політики повинна бути обґрунтована і розкрита у фінансовій звітності;
- обачності, згідно з яким методи оцінки, які застосовують у бухгалтерському обліку, повинні запобігати заниженню оцінки зобов'язань та витрат і завищенню оцінки активів та доходів підприємства;
- превалювання сутності над формою, за яким операції потрібно обліковувати відповідно до їхньої сутності, а не лише на засадах юридичної форми;
- єдиного грошового вимірника, який передбачає вимірювання та узагальнення всіх операцій ділової одиниці у його фінансовій звітності в єдиній грошовій одиниці.

Головна мета аналізу фінансових звітів – оцінювати результати ефективності діяльності підприємства за звітний період і його поточний фінансовий стан, своєчасно виявляти й усувати недоліки у фінансовій діяльності та знаходити резерви підвищення фінансової стійкості й платоспроможності.

Аналіз фінансової звітності підприємства дає змогу знайти відповіді на такі питання.

1. Наскільки добре розвивається підприємницька структура і яке місце займає на ринку?
2. Які сильні / слабкі сторони має суб'єкт господарювання?
3. Визначити реальний фінансовий стан підприємства (поліпшується / погіршується), зокрема:
 - дати оцінку виконання плану з надходження фінансових ресурсів та їхнього використання на підставі вивчення взаємозв'язку між різними показниками операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;
 - спрогнозувати можливі фінансові результати економічної рентабельності на засадах реальних умов господарської діяльності й наявності власних і позикових ресурсів, розробити моделі фінансового стану за різноманітних варіантів використання ресурсів;
 - запропонувати конкретні заходи, спрямовані на ефективніше використання фінансових ресурсів і зміцнення фінансового стану ділової одиниці.

Цілі фінансового аналізу визначають його межі, методику та інформаційне забезпечення (зовнішню і внутрішню інформацію, повнота й вірогідність якої визначає вибір методики аналізу).

13.2. Методи аналізу фінансової звітності

У практиці фінансового менеджменту використовують різні методи аналізу фінансової звітності, які ґрунтуються на значній кількості типових абсолютних і відносних показників, та передбачають порівняння фінансових показників з:

- аналогічними показниками за попередні три–п'ять років;
- рекомендованими значеннями;
- середніми галузевими значеннями;
- показниками подібних за розміром ліпших підприємств цієї галузі.

Це дає змогу визначати тенденції розвитку на перспективу, оскільки підприємства проводять довго-, середньотермінове і поточне планування діяльності. За результатами фінансового аналізу також ухвалюють рішення щодо визначення кредитного рейтингу позичальника, оцінки платоспроможності клієнта, фінансового забезпечення стратегії й політики ділової одиниці, політики ціноутворення, стратегії формування грошових коштів суб'єкта господарювання і їхнього використання, податкової, дивідендної політики тощо.

Залежно від конкретних цілей та завдань можна виконати фінансовий аналіз різного ступеня деталізації. Завдяки читанню звітності визначають майновий стан підприємства, коротко- і довгострокові інвестиції, джерела фінансування власного капіталу, оцінюють зв'язки між постачальниками і покупцями, обсяг виторгу від діяльності ділової одиниці та прибуток звітного року.

Розрізняють такі методи аналізу фінансової звітності:

- 1) горизонтальний (часовий);
- 2) вертикальний (структурний);
- 3) трендовий;
- 4) аналіз відносних показників (фінансових коефіцієнтів);
- 5) порівняльний аналіз різних показників звітності та бенчмаркінг з показниками конкурентів і середніми галузевими показниками;
- 6) факторний.

Розглянемо їх детальніше.

Горизонтальний аналіз – визначення динаміки окремих статей форми фінансової звітності з метою виявлення й прогнозування властивих їм тенденцій. Він передбачає порівняння показників у динаміці зіставленням кожної позиції звітності з попереднім звітним періодом. Зокрема, горизонтальний аналіз проводять, обчислюючи спершу абсолютні відхилення кожної позиції фінансового документа, а потім визначають відносні зміни у відсотках за кожною статтею.

У процесі горизонтального аналізу розраховують темпи зростання (приросту) окремих показників і визначають загальні тенденції їхньої зміни (чи тренда). У фінансовому менеджменті найбільшого поширення набули такі види горизонтального аналізу:

- зіставлення фінансових показників звітного періоду з показниками попереднього звітного періоду (наприклад, з показниками попереднього звітного місяця, кварталу, року);
- порівняння фінансових показників звітного періоду з показниками аналогічного періоду минулого року (наприклад, показники другого кварталу звітного року з аналогічними показниками другого кварталу минулого звітного року). Цей вид аналізу використовують на підприємствах, що мають чітко виражену сезонність діяльності;
- зіставлення фінансових показників за низку попередніх періодів. Метою цього аналізу є виявлення тенденцій зміни окремих показників, що характеризують результати фінансової діяльності підприємства (визначення лінії тренда в динаміці). Результати аналізу оформляють графічно, щоб полегшити визначення лінії тренда.

Для визначення змін у господарській політиці підприємства за більш ніж два послідовні роки застосовують аналіз тенденцій розвитку (аналіз тренда), який є варіантом горизонтального аналізу.

Аналіз тенденцій розвитку передбачає використання індексів. У ході розрахунку індексів значення базового року приймають за 100 %. Відповідно до цього розраховують індекси для інших років. Базовим роком обирають той рік, показники якого є характерними для ведення підприємницької діяльності за нормальних умов. У цьому разі доцільно обирати тільки вагомні показники. У процесі трендового аналізу проводять статистичне опрацювання значень показників за

низку періодів, знаходять середнє значення, іноді досліджують емпіричні залежності руху показника від визначальних чинників, будують графіки та прогнозують можливі значення показників у майбутньому.

Вертикальний (структурний) аналіз – це визначення питомої ваги окремих статей фінансового документа до підсумкового показника. Він дає змогу зробити висновки щодо внутрішньої структури фінансових звітів у поточному звітному періоді, а також проаналізувати динаміку цієї структури. Методика вертикального аналізу полягає в тому, що цілу частину (загальну суму активів підприємства у балансі, обсяг реалізації та прибутку у звіті про фінансові результати) приймають за 100% і кожен статтю фінансового звіту подають у вигляді частки від прийнятого базового значення. За допомогою цього методу з'ясовують, яку частку в групі або підгрупі становить конкретна стаття. Це дає змогу визначити вплив показника цієї статті на результат загалом. Вертикальний прийом фінансового аналізу доцільно застосовувати в разі розгляду структури джерел грошових коштів і їхнього використання (баланс) та структури доходів і видатків підприємства (звіт про фінансові результати).

Використання відносних показників у ході аналізування результатів фінансово-господарської діяльності дає змогу:

- порівнювати економічний потенціал і результати діяльності різних підприємств (за обсягом використовуваних ресурсів, доходами, витратами, асортиментом тощо);
- частково нейтралізувати вплив інфляційних процесів, які можуть суттєво спотворювати абсолютні показники фінансової звітності й ускладнювати їхнє зіставлення в динаміці.

У фінансовому менеджменті виділяють такі види вертикального аналізу:

- структурний аналіз активів – визначають питому вагу оборотних і необоротних активів, поелементний склад оборотних активів та необоротних активів, структуру активів підприємства за рівнем ліквідності, структуру інвестиційного портфеля тощо. Результати цього аналізу використовують у процесі оптимізації складу активів суб'єкта господарювання;
- структурний аналіз капіталу – обчислюють питому вагу власного і позикового капіталу підприємства, структуру позикового капіталу за періодами його надання (коротко- і довгостроковий залучений позиковий капітал), структуру позикового капіталу за його видами (банківський кредит, фінансовий кредит інших форм, товарний або комерційний кредит тощо). Результати цього аналізу використовують в оцінюванні ефекту фінансового левериджу, визначення середньозваженої вартості капіталу, оптимізації структури джерел формування позикових фінансових ресурсів тощо;
- структурний аналіз грошових потоків – у складі загального грошового потоку виділяють грошові потоки від операційної, фінансової та інвестиційної діяльності, у складі кожного з цих видів грошового потоку глибше структу-

рують надходження і витрати грошових коштів, залишки грошових активів за окремими його елементами.

Результати вертикального аналізу, зазвичай, оформляють графічно.

Вертикальний та горизонтальний аналізи проводять одночасно, що дає змогу оцінити зміни статей звітності в структурному розумінні та часовому порядку.

Структура порівняльного аналізу повинна містити такі показники:

- абсолютні значення статей на початок / кінець звітного періоду;
- відносні значення на кінець / початок звітного періоду (питома вага конкретних статей балансу у загальному підсумку балансу і з розбиттям на початок / кінець звітного періоду);
- зміни статей балансу в абсолютній величині;
- зміни статей балансу у відносній величині;
- показники темпу збільшення / зменшення статей балансу;
- темп приросту структурного співвідношення (на скільки змінився обсяг статті).

Аналіз фінансових коефіцієнтів. Для характеристики різних аспектів фінансового стану ділової одиниці застосовують абсолютні показники і відносні фінансові коефіцієнти. Фінансові коефіцієнти є одним з елементів забезпечення нормалізації (порівнянності) показників, вони визначають зв'язок між двома елементами фінансової інформації як відношення одного до іншого, даючи змогу виконати внутрішньогосподарські порівняння за низку років. Їх використовують для порівняння з середніми галузевими значеннями й між підприємствами.

Експрес-аналіз фінансових коефіцієнтів дає змогу сфокусувати увагу менеджерів на сильних і слабких сторонах діяльності підприємницької структури та правильно поставити питання про необхідність поліпшення фінансового стану. Однак він не дає вичерпних відповідей про конкретні способи забезпечення фінансової стійкості.

Фінансові коефіцієнти, які обчислюють за даними фінансової звітності, дають змогу оцінити такі характеристики суб'єкта господарювання:

- залежність від джерел зовнішнього фінансування;
- стан основних засобів;
- ділову активність;
- рентабельність (прибутковість);
- ліквідність;
- стан на ринку цінних паперів.

Аналіз відносних показників (коефіцієнтів) застосовують для виявлення взаємозв'язку між показниками фінансової звітності підприємства.

Порівняльний фінансовий аналіз полягає у зіставленні значень окремих абсолютних і відносних показників між собою. Він дає змогу виявити відхилення значень звітних даних господарської діяльності від запланованих чи нормативних, визначити причини цих відхилень та розробити заходи щодо коригування

окремих напрямів і видів фінансової діяльності з метою досягнення планових показників.

Найпоширенішими є такі види порівняльного аналізу:

- порівняльний аналіз показників підприємства з середніми галузевими (виявляють ступінь відхилення головних результатів фінансової діяльності суб'єкта підприємництва від середньогалузевих з метою оцінити конкурентну позицію за фінансовими результатами господарювання і виявити резерви подальшого підвищення ефективності господарської діяльності);
- порівняльний аналіз показників підприємницької структури з показниками подібних за розмірами конкурентів (виявляють слабкі сторони фінансової діяльності суб'єкта господарювання для розроблення заходів підвищення його конкурентної позиції на конкретному регіональному ринку);
- порівняльний аналіз показників окремих структурних підрозділів (його центрів відповідальності) з метою порівняльної оцінки і пошуку резервів підвищення ефективності фінансової діяльності внутрішніх підрозділів суб'єкта господарювання;
- порівняльний аналіз звітних і планових (нормативних) показників – основа моніторингу поточної фінансової діяльності підприємства. Виявляють ступінь відхилення звітних показників від планових (нормативних), визначають причини цих відхилень і дають рекомендації з коригування окремих напрямів фінансової діяльності ділової одиниці.

Факторний аналіз дає змогу оцінити вплив певних чинників (причин) на результативний показник за допомогою побудови детермінованих (розділених у часі) або стохастичних (що не мають певного порядку) прийомів дослідження. Він може бути як прямим (власне аналіз), коли результативний показник розділяють на окремі складові, так і зворотним (синтез), коли окремі елементи з'єднують у загальний результативний показник.

Фінансовий аналіз завжди спрямований на майбутнє: рішення, ухвалені на його підставі, впливають тільки на майбутні результати діяльності.

До головних функціональних структур, які виконують фінансовий аналіз, належать фінансовий відділ та бухгалтерія. До цієї роботи залучають також інші економічні підрозділи підприємства (маркетингу, планування тощо).

13.3. Балансові показники фінансового стану підприємства

Фінансовий стан підприємства характеризують джерела формування ресурсів (власний капітал і зобов'язання) та напрями їхнього розміщення й використання (активи). Результати фінансово-господарської діяльності визначають здатність підприємства поповнювати в міру виникнення потреби власного оборотного капіталу завдяки прибутку, впливаючи на швидкість оборотності оборотних коштів

(активів). Сигнальним показником фінансового стану ділової одиниці є здатність вчасно задовольняти платіжні вимоги постачальників (відповідно до укладених господарських договорів), кредиторів (повертати кредити), держави (вносити платежі до бюджету), працівників (оплачувати працю персоналу).

Бухгалтерський баланс є найбільш інформативною формою для аналізу та оцінки фінансового стану підприємницької структури. Уміння читати його дає змогу одержати значний обсяг інформації про підприємство, оцінити його загальний фінансовий стан та визначити ступінь забезпеченості власними коштами. У цьому разі поняття “баланс” використовують не як бухгалтерську категорію, а винятково як інформаційний опис активів суб’єкта господарювання та джерел їхнього фінансування. У такому значенні він виконує функцію управлінського обліку й звітності. Це допомагає менеджерам, власникам, інвесторам та кредиторам ліпше зрозуміти стан і результативність фінансово-господарської діяльності.

Баланс – це звіт про майновий стан підприємства, складений на відповідну звітну дату (кінець господарського кварталу, півріччя, року). Метою складання балансу є надання користувачам повної, правдивої та неупередженої інформації про фінансовий стан підприємства. У балансі відображають активи, зобов’язання та власний капітал ділової одиниці. Актив відображають за умови, що його оцінка може бути вірогідно визначена, і очікують отримання в майбутньому економічних вигод, пов’язаних з його використанням. Зобов’язання відображають, якщо його оцінка може бути вірогідно визначена та існує ймовірність зменшення економічних вигод. Власний капітал відображають одночасно з активами або зобов’язаннями, які приводять до його зміни. Головне рівняння балансу:

$$\text{Активи} = \text{Капітал} + \text{Зобов’язання.} \quad (13.1)$$

Розглянемо структуру балансу у найзагальнішому вигляді.

Права частина балансу – пасив – визначає походження джерел коштів підприємства та відповідає на запитання “чиє це?": власні чи позикові грошові кошти. У складі пасиву також відображають показники суми прибутку, отриманого у звітному періоді (у вигляді нерозподіленого та використаного) і суму нерозподіленого прибутку минулих років:

$$\text{ВК} + \text{ПК} = \text{А}, \quad (13.2)$$

де ВК – сума власного капіталу; ПК – сума позикового капіталу; А – сума сукупних активів.

Ліва частина балансу – актив – відображає напрями використання коштів і відповідає на запитання “що це?": основні засоби, товарно-матеріальні запаси або грошові кошти. Активи відображають інвестиційні рішення менеджменту підприємства, а також суму збитків минулих періодів і звітного:

$$HA + OA = K, \quad (13.3)$$

де HA – сума необоротних активів; OA – сума оборотних активів; K – сума сукупного капіталу, який використовують.

Структуру й динаміку фінансового стану підприємства досліджують за допомогою порівняльного аналітичного балансу, доповнюючи його показниками структури, динаміки та структурної динаміки вкладень і джерел формування коштів суб'єкта господарювання за звітний період.

Головними характеристиками фінансового стану підприємницької структури на підставі балансу є:

- загальна вартість майна підприємства, що дорівнює валюті, або підсумку балансу;
- вартість іммобілізованих активів (тобто основних та інших необоротних активів), що дорівнює підсумку розділу I активу балансу;
- вартість оборотних (мобільних) коштів, що дорівнює сумі підсумків розділів II і III активу балансу;
- вартість матеріальних оборотних коштів, що дорівнює підсумкові розділу II активу балансу;
- обсяг дебіторської заборгованості (включаючи цінні папери та їхні еквіваленти), що дорівнює сумі рядків 1125, 1130, 1135, 1155, 1160 розділу II активу балансу;
- вартість власного капіталу, що дорівнює підсумку розділу I пасиву балансу;
- обсяг позикового капіталу, що дорівнює сумі рядків 1510, 1515, 1520, 1600, розділів II і III пасиву балансу;
- обсяг довгострокових кредитів і позик, призначених, зазвичай, для формування основних засобів та інших необоротних активів, що дорівнює сумі рядків 1510, 1515, 1520, 1610 розділу III пасиву балансу;
- обсяг короткострокових кредитів і позик (рядок 1600), що призначені головню для формування оборотних активів;
- обсяг кредиторської заборгованості, що дорівнює рядкам 1605, 1610, 1615, 1620, 1625, 1630, 1635, 1640, 1645, 1650, 1660.

Розрахунок цих показників дає змогу визначати їхні абсолютний приріст і темпи зростання, що важливо для характеристики фінансового стану ділової одиниці. Наприклад, динаміка вартості майна підприємства дає додаткову до обсягу фінансових результатів інформацію про його потужності. Не менше значення для оцінки фінансового стану має вертикальний аналіз (структурний) активу і пасиву балансу.

Особливе значення для коригування фінансової стратегії підприємницької структури, визначення перспектив фінансового становища має трендовий аналіз окремих статей балансу за триваліший період з використанням, зазвичай, спеціальних економіко-математичних методів.

Аналіз починають з порівняння підсумку балансу на початок і кінець звітного періоду. Зменшення підсумку балансу у звітному році свідчить про згортання підприємством господарської діяльності, що приводить його до неплатоспроможності. У підсумку роблять висновок про джерела залучення нових коштів і напрями їхнього вкладення.

Активи суб'єкта господарювання у балансі відображають з розподілом на необоротні та оборотні. Зокрема, необоротні активи відображають за такими елементами:

Необоротні активи = довгострокові нефінансові активи

(нематеріальні активи + незавершені капітальні інвестиції + основні засоби + інвестиційна нерухомість + довгострокові біологічні активи) +

довгострокові фінансові вкладення

(довгострокові фінансові інвестиції + довгострокова дебіторська заборгованість + інші необоротні активи)

Зростання абсолютної величини і частки необоротних активів (у разі потреби розглядають у розрізі окремих груп) та фінансових інструментів у активах підприємства протягом одного чи кількох періодів свідчить про придбання нових або дооцінення наявних. Реалізація (вибуття) чи переоцінення необоротних активів (з урахуванням зносу / амортизації) відображають зменшення вартості основних засобів підприємницької структури. Для виявлення у звітному періоді фактів переоцінення нематеріальних активів, основних засобів та фінансових інструментів необхідно проаналізувати динаміку і зміни по окремих статтях, а в пасиві – динаміку зміни капіталу. Якщо було переоцінення, то динаміка необоротних активів і капіталу в дооцінках повинна бути однаковою. Результат переоцінення за умов збільшення вартості активів приводить до збільшення власного капіталу у вигляді спеціального рядка – “капітал у дооцінках” чи “додатковий капітал”.

Серед оборотних активів у балансі виділяють:

Оборотні (поточні) активи = оборотні нефінансові активи

(запаси сировини, матеріалів, малоцінних і швидкозношуваних предметів + витрати незавершеного виробництва + готова продукція + товари відвантажені + витрати майбутніх періодів + необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття + кошти в розрахунках (без виданих авансів)) + оборотні фінансові активи

(фінансові інвестиції + векселі видані + короткострокова дебіторська заборгованість + аванси видані та інші оборотні активи)

Зростання частки запасів у загальній структурі оборотних активів може бути зумовлене галузевими особливостями суб'єкта господарювання, коли оптимізація виробничого процесу потребує завчасної закупівлі запасів. В іншому разі це

свідчить про формування підприємством понаднормативних запасів, наявність "мертвих" запасів (тих, які підприємство не використовує в процесі операційної та фінансово-інвестиційної діяльності), використання бартерних операцій у розрахунках зі споживачами та постачальниками, а також відображає проблему планування на підприємстві, тобто виробництво продукції і закупівлю сировини провадять без аналізу обсягів реалізації.

На підставі аналізу можна зробити висновок про неефективність роботи з запасами, якщо є гальмування обороту на підприємстві й вільні кошти щораз більше відволікають у запаси (частка запасів в активі збільшується одночасно зі зростанням періоду їхнього обороту та частка запасів і період обороту зростають більше, ніж на аналогічному підприємстві галузі).

Нерівномірною зміною обсягу запасів та незавершеного виробництва може бути спричинена оновленням номенклатури продукції, що її виготовляє ділова одиниця, сезонністю виробництва або тривалим циклом виробництва (що більший, ніж звітний період) та свідчить про проблему забезпечення, зокрема, порушення термінів постачання сировини і матеріалів постачальниками, відповідно, – про порушення виробничого циклу.

Нерівномірне збільшення обсягів (частки) готової продукції в сумі активів відволікає грошові кошти (заморожує) та свідчить про суттєві проблеми планування (перевиробництво) і реалізації (немає попиту, низька якість тощо) готової продукції, воно спричинене сезонністю виробництва або тривалішим циклом виробництва (реалізації), ніж той, що аналізують.

Сума дебіторської заборгованості, зазвичай, характеризує:

- рівень ділової активності підприємства – чим більші обсяги продажу, тим, зазвичай, більші обсяги дебіторської заборгованості;
- ставлення до клієнтів – чим більше підприємство "любить" своїх клієнтів (чим більше відтермінування платежів надає, бажаючи зберегти клієнтів і залучити нових), тим більші обсяги дебіторської заборгованості.

Значний обсяг (частка) короткострокової дебіторської заборгованості пов'язують з галузевими особливостями підприємницької структури, для якої характерна незначна частка готової продукції та відсутність незавершеного виробництва. Якщо динаміка дебіторської заборгованості збільшується водночас зі зростанням обсягів запасів та обсягів виторгу від реалізації (форма № 2), то це свідчить про зростання темпів її оборотності. Якщо ж збільшується ця заборгованість окремо, то це означає погану роботу на підприємстві з повернення заборгованостей покупців і замовників.

Підсумкове значення дебіторської заборгованості не дає повної картини взаємовідносин ділової одиниці зі своїми покупцями, оскільки різні споживачі можуть мати різну тривалість відтермінування платежу. Для ефективної діагностики підприємства необхідно зібрати й проаналізувати детальніші дані, а саме – найменування дебітора, суми заборгованостей, тривалість відтермінування,

фактичний стан заборгованості (коли минув або мине термін погашення), коротку характеристику платоспроможності боржника. Така інформація повинна охоплювати щонайменше 90 % фактичної суми дебіторської заборгованості.

Загалом зростання питомої ваги оборотних коштів у структурі балансу може свідчити про формування мобільнішої структури активів, що сприяє прискоренню їхньої оборотності, збільшення дебіторської заборгованості чи старіння основних фондів тощо.

Фінансово-економічна діяльність підприємства ґрунтується на врахуванні взаємопов'язаних потоків і розкривається на підставі двох послідовних групвань. Тому аналіз руху активів треба пов'язувати з рухом власного і позикового капіталу. Згрупуємо статті пасиву:

1. Власний капітал = Зареєстрований (найовий) капітал і додатковий капітал + капітал у дооцінках + емісійний дохід + накопичені курсові різниці + резервний капітал + нерозподілений прибуток / непокритий збиток + неоплачений капітал + вилучений капітал + інші резерви + забезпечення виплат персоналу, інші види забезпечення, цільове фінансування + нерозподілений прибуток, неоплачений та викуплений капітал + забезпечення майбутніх витрат і платежів.

2. Позиковий капітал = довгострокові зобов'язання + короткострокові кредити банків + поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями і векселі видані + кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги + заборгованість за одержаними авансами, заробітною платою, податками і штрафами перед бюджетом і позабюджетними фондами, за процентами за залучення позикових коштів

Зареєстрований капітал можна збільшувати завдяки випуску акцій, облігацій тощо, що залежить від організаційно-правової форми суб'єкта господарювання відповідно до вимог законодавства або його внутрішньої потреби. Зростання зареєстрованого капіталу свідчить про посилення фінансової стійкості ділової одиниці.

Якщо вартість активів знижується та певну частину дебіторської заборгованості списують на безнадійні борги, зобов'язання і сума привілейованих акцій підприємства від цього не змінюється, то вартість власного капіталу знижується. Відповідно, ризик коливань вартості активів припадає перш за все на звичайних акціонерів. Та якщо вартість активів зростає (можливо, унаслідок інфляції), то вигоду отримують теж передусім прості акціонери.

Аналіз динаміки кредиторської заборгованості виконують поряд з аналізом динаміки обсягів виторгу від реалізації, запасів, витрат, дебіторської заборгованості від покупців та замовників. Надання відтермінування платежів постачальниками та підрядниками, а також збільшення терміну оплати кредиторської заборгова-

ності свідчать про зростання обсягів реалізації готової продукції чи розширення діяльності ділової одиниці.

У процесі аналізу структури *пасивів балансу* виявляють одну з важливих характеристик підприємства – його незалежність від зовнішніх джерел фінансування, зокрема:

$$\text{ДВК} = \frac{\text{ПВК}_{\text{пп}}}{\text{ВК}_{\text{пп}}} , \quad (13.4)$$

де ДВК – динаміка власних коштів; $\text{ПВК}_{\text{пп}}$ – приріст власних коштів поточного періоду; $\text{ВК}_{\text{пп}}$ – власні кошти попереднього періоду.

Наприклад, співвідношення власного та позикового капіталів свідчить про автономію суб'єкта господарювання за умов ринку, його фінансову стійкість.

Разом з побудовою порівняльного аналітичного балансу для одержання загальної оцінки динаміки фінансового стану за звітний період зіставляють зміни підсумку балансу зі змінами фінансових результатів господарської діяльності за звітний період, наприклад, зі зміною виторгу від реалізації продукції, інформацію про яку містить форма № 2 річної звітності.

Індикатором оцінки фінансового стану підприємницької структури є підсумок балансу (валюта балансу), що характеризує суму коштів, які перебувають у його розпорядженні.

Для одержання загальної оцінки динаміки фінансового стану можна порівняти зміни підсумку зі змінами фінансових результатів господарської діяльності (виторгом від реалізації, прибутком від фінансово-господарської діяльності), використовуючи форму 2 "Звіт про фінансові результати".

Коефіцієнт зростання валюти балансу розраховують так:

$$K_{\text{зрВБ}} = (\text{Б}_{\text{сер1}} - \text{Б}_{\text{сер0}}) / \text{Б}_{\text{сер0}} * 100 , \quad (13.5)$$

де $K_{\text{зрВБ}}$ – коефіцієнт зростання валюти балансу; $\text{Б}_{\text{сер0}}$, $\text{Б}_{\text{сер1}}$ – середнє значення підсумку балансу за базовий і звітний періоди.

Коефіцієнт зростання виторгу від реалізації продукції обчислюють за формулою

$$K_{\text{зрВРП}} = (\text{В}_1 - \text{В}_0) / \text{В}_0 * 100 , \quad (13.6)$$

де $K_{\text{зрВРП}}$ – коефіцієнт зростання виторгу від реалізації продукції; В_0 , В_1 – сума виторгу від реалізації продукції у базовому та звітному періодах.

Випередження темпів зростання виторгу від темпів зростання реалізації продукції свідчить про поліпшення використання коштів порівняно з попереднім (базовим) періодом, відставання характеризує погіршення використання коштів суб'єктом господарювання.

На підставі даних балансу можна відповісти на такі важливі для господарської діяльності запитання:

- 1) якою мірою підприємство є платоспроможним і як забезпечена його фінансова стабільність?
- 2) як сформовані джерела грошових коштів суб'єкта господарювання?
- 3) з яких ресурсів фінансують активи підприємства?
- 4) чи має підприємницька структура робочий капітал?
- 5) які тенденції підсумку балансу?
- 6) яка ліквідність оборотних активів?
- 7) якими причинами зумовлені зобов'язання підприємства?
- 8) яка структура дебіторської заборгованості, її сума й динаміка?
- 9) чи має суб'єкт господарювання фінансові можливості для економічного зростання?

На підставі аналітичного балансу також виконують розрахунок та оцінку динаміки низки коефіцієнтів, які характеризують ліквідність, фінансову стійкість, ефективність виробництва. За результатами аналізу прогнозують імовірності банкрутства підприємства й оцінюють його кредитоспроможність.

Охарактеризуємо фактичний фінансовий стан підприємства на підставі аналізу його балансу (див. Додаток VIII) у найзагальнішому вигляді.

Загальна вартість майна суб'єкта господарювання становить 404 107 тис. грн і порівняно з базовим періодом зросла майже на 9 % (на 33 236 тис. грн), що свідчить про зростання його виробничих потужностей. Збільшення загальної вартості активів ділової одиниці відбулося перш за все з позичених коштів, оскільки загальна сума зобов'язань зросла (на 3,29 %), зокрема, збільшено обсяг довго- і короткострокових кредитів банків та короткострокової кредиторської заборгованості; нових фінансових інструментів суб'єкт підприємництва не емітував.

Вартість основних та інших необоротних активів зросла на 16 302 тис. грн порівняно з попереднім роком (тобто на 5,5 %) і дорівнює 312 571 тис. грн. Збільшення абсолютної величини необоротних активів у складі майна підприємства свідчить про придбання нового обладнання та устаткування. Водночас відбулося зменшення вартості основних засобів підприємницької структури внаслідок переоцінення необоротних активів з урахуванням зносу / амортизації. Як наслідок, спостерігаємо зменшення частки основних засобів у структурі майна ділової одиниці, незважаючи на введення в експлуатацію нового устаткування.

Вартість оборотних активів зросла на 22,7 %, або на 16 934 тис. грн, і становить 91 536 тис. грн. Це зростання відбулось перш за все завдяки збільшенню обсягів дебіторської заборгованості та запасів. Зокрема, частка запасів у загальній структурі оборотних активів становить близько 1/5 майна ділової одиниці і за останній рік незначно змінилася (зросла з 9,47 до 9,95 %). Проте є абсолютне збільшення обсягу запасів на 14 %, що зумовлено значними коливаннями цін на сировину; це підтверджують і дані про собівартість реалізованої продукції зі звіту про сукупний дохід підприємства за звітний період.

Дебіторська заборгованість зросла на 10 473 тис. грн, або на 30,8 %, і становить 44 506 тис. грн. Зростання частки короткострокової дебіторської заборгованості (з 5,08 % у базовому періоді до 7,17 % у поточному році) зумовлено галузевими особливостями підприємства, для якого характерна незначна частка готової продукції та відсутність незавершеного виробництва (що підтверджують дані балансу – відсутність цих позицій на звітну дату). Зазначимо також, що поряд зі зростанням оборотних активів збільшився обсяг короткострокової кредиторської заборгованості, і перш за все заборгованості постачальникам та підрядникам за придбані товари й послуги.

Позитивом є зростання дебіторської заборгованості водночас зі збільшенням обсягів запасів та виторгу від реалізації продукції (форма № 2). Це свідчить про зростання темпів її оборотності, а також про зростання рівня ділової активності підприємства та завоювання нових ринків збуту.

Зростання залишків грошових коштів на розрахунковому рахунку в банку на 54,5 % визначене потребами господарської діяльності ділової одиниці для поточних грошових виплат. Незначне збільшення частки грошових коштів в активі підприємства пов'язане перш за все з нерівномірним зростанням загального рівня цін у державі.

Вартість власного капіталу зросла на 6 624 тис. грн (2,98 %) і становить 228 928 тис. грн. Єдиним джерелом поповнення власного капіталу був нерозподілений прибуток, що зріс у поточному періоді на 3,28 % порівняно з попереднім. Зазначимо, що відбулося зменшення частки власних коштів ділової одиниці у структурі джерел фінансування (з 59,94 до 56,65 % у звітному році), а це свідчить про зменшення фінансової стійкості суб'єкта господарювання.

Обсяг позикового капіталу збільшився на 42,5 % (17 849 тис. грн) і на кінець аналізованого періоду становить 59 871 тис. грн. Зокрема, розмір довгострокових кредитів і позик, що були спрямовані на розширення діяльності підприємницької структури та вкладені в придбання основних засобів й інших необоротних активів, зріс на 36 % (13 855 тис. грн) і становить 52 303 тис. грн. Короткострокові кредити і позики зросли на 51 % порівняно з попереднім роком, або на 9 188 тис. грн, і дорівнюють 27 262 тис. грн. Значну частину становлять поточні виплати за довгостроковими зобов'язаннями (35 %), що свідчить про виконання фінансових зобов'язань перед кредитором.

Зростання частки кредиторської заборгованості в пасивах підприємства спостерігаємо швидшими темпами, ніж зростання обсягів виторгу від реалізації, запасів, витрат, дебіторської заборгованості від покупців та замовників. Це свідчить про налагодження довірливих відносин з постачальниками та підрядниками, надання ними відтермінування платежів, і, відповідно, збільшення терміну оплати кредиторської заборгованості. Незначна частка кредиторської заборгованості за розрахунками з бюджетом, позабюджетними фондами та з оплати праці є поточною перехідною заборгованістю на кінець звітного періоду в межах допустимих

норм (становить менше 0,1 %).

Аналіз структури балансу дає змогу виділити такі тенденції: валюта балансу наприкінці звітного періоду збільшилася порівняно з початком; темпи приросту оборотних активів вищі, ніж темпи приросту необоротних активів; власний капітал підприємства перевищує позиковий, хоча й темпи його зростання нижчі, ніж темпи зростання позикового капіталу; темпи приросту дебіторської та кредиторської заборгованості є приблизно однаковими. Отже, підприємство розвивається, збільшує виробничі потужності, сформувало достатньо мобільну структуру активів та є фінансово стійким.

13.4. Оцінка звіту про фінансові результати

Звіт про фінансові результати (про сукупні доходи) містить інформацію про виторг від реалізації продукції, результати операційної, фінансової та інвестиційної діяльності, доходи і витрати (класифіковані певним способом), сукупний дохід та обсяг чистого прибутку / збитку підприємства за певний період (на відміну від балансу, що характеризує стан майна і капіталу суб'єкта господарювання на певний момент). У ході формування загальної суми прибутку ділової одиниці враховують фінансові результати за всіма видами діяльності. Звіт складають наростаючим підсумком з початку звітного року.

У розділі I звіту "Фінансові результати" відображають головні види доходів і витрат, які групують за їхнім характером. Доходи і витрати визначають у момент їхнього виникнення, незалежно від часу надходження та сплати грошей. Витрати визнають витратами певного періоду одночасно з визнанням доходу, для отримання якого вони зроблені. Витрати, які неможливо прямо пов'язати з доходом певного періоду, відображають у складі витрат того звітного періоду, у якому вони були. Дохід визнають у разі збільшення активу або зменшення зобов'язання, що зумовлює зростання власного капіталу (за винятком зростання капіталу завдяки внескам учасників підприємства), за умови, що оцінка доходу може бути вірогідно визначена.

Призначення звіту про фінансові результати полягає у визначенні чистого прибутку / збитку звітного періоду. Управлінський звіт про сукупні доходи (витрати) повинен містити як основні (виторг від реалізації – оборот підприємства за звітний період), так і проміжні показники. З цією метою у формі звіту роблять поетапний відрахунок витрат з виторгу від реалізації підприємства, за якого фіксують проміжні результати:

- валовий прибуток;
- фінансовий результат від операційної діяльності;
- фінансовий результат до оподаткування;
- чистий фінансовий результат.

Виторг від реалізації (чистий дохід від реалізації продукції) відображають

у “чистому” вигляді, без податку на додану вартість. Крім того, від фактичного валового виторгу віднімають вартість повернених, раніше проданих, товарів та суму наданих знижок.

Собівартість реалізованої продукції відображають одним рядком, хоча в примітках (поясненнях), зазвичай, подають детальнішу інформацію. Наприклад, для промислових підприємств виділяють прямі витрати, витрати на матеріали і виробничі накладні витрати, знос. Для торговельних підприємств у собівартості відображають вартість тих товарів, що були придбані й продані протягом звітного періоду.

Валовий прибуток – це різниця між виторгом від реалізації і собівартістю реалізованої продукції.

Фінансовий результат від операційної діяльності (операційний прибуток) визначають як алгебраїчну суму валового прибутку (збитку) та іншого операційного доходу за відрахунком адміністративних витрат, витрат на збут та інших операційних витрат.

Дохід від участі в капіталі та інші фінансові доходи (дохід від інвестиційної та фінансової діяльності) – це дохід, отриманий від інвестицій в асоційовані, дочірні або спільні підприємства, дивіденди, відсотки й інші доходи, одержані від фінансових інвестицій, дохід від реалізації фінансових інвестицій, дохід від неопераційних курсових різниць та інші доходи, які виникають у процесі господарської діяльності, однак не пов’язані з операційною діяльністю підприємницької структури.

Фінансові витрати, витрати від участі в капіталі та інші витрати (витрати від інвестиційної та фінансової діяльності) – це витрати на відсотки та інші витрати ділової одиниці, пов’язані із запозиченнями, збиток від інвестицій в асоційовані, дочірні або спільні підприємства, собівартість реалізації фінансових інвестицій, втрати від неопераційних курсових різниць, втрати від уцінки фінансових інвестицій та необоротних активів, інші витрати, які виникають у процесі господарської діяльності, однак не пов’язані з операційною діяльністю суб’єкта господарювання.

Фінансовий результат до оподаткування – це алгебраїчна сума прибутку (збитку) від операційної діяльності, фінансових та інших доходів (прибутків) за відрахунком фінансових та інших витрат (збитків).

Чистий фінансовий результат (чистий прибуток / непокритий збиток) – це алгебраїчна сума прибутку (збитку) до оподаткування, податку на прибуток та прибутку (збитку) від припиненої діяльності після оподаткування.

Дохід, пов’язаний із наданням послуг, визначають на підставі ступеня завершеності операції з надання таких послуг на дату балансу, якщо ступінь такої завершеності (результат цієї операції) можна вірогідно оцінити.

У процесі горизонтального аналізу показників розділу I звіту про фінансові результати особливий інтерес становить взаємний аналіз таких показників:

$$ДР = \frac{ОР_1 - ОР_0}{ОР_0}, \quad (13.7)$$

де ДР – динаміка реалізації продукції; OP_1 – сума виторгу від реалізації продукції у звітному періоді; OP_2 – сума виторгу від реалізації продукції у попередньому періоді;

$$ДП = \frac{\Pi_1 - \Pi_0}{\Pi_0}, \quad (13.8)$$

де ДП – динаміка прибутку; Π_1 – сума прибутку у звітному періоді; Π_0 – сума прибутку в попередньому періоді.

У розділі II “Сукупний дохід” відображають зміни у власному капіталі протягом звітного періоду внаслідок господарських операцій та інших подій (за винятком змін капіталу внаслідок операцій із власниками). Цей розділ містить інформацію стосовно дооцінки необоротних активів, фінансових інструментів, накопичених курсових різниць, частки іншого сукупного доходу асоційованих та спільних підприємств, іншого доходу, податку на прибуток, пов’язаного з іншим сукупним доходом. Тому за змістом цей розділ є скороченою формою окремого звіту про сукупні доходи.

Розділ III звіту про фінансові результати “Елементи операційних витрат” відтворює поелементно операційні витрати (на виробництво і збут, управління й інші операційні витрати), яких зазнає суб’єкт господарювання в процесі діяльності протягом звітного періоду, за відрахунком внутрішнього обороту, тобто тих витрат, які становлять собівартість продукції (робіт, послуг), що вироблена і спожита самим підприємством.

Розділ IV звіту про фінансові результати “Розрахунок показників прибутковості акцій” заповнюють лише акціонерні товариства, прості акції або потенційні прості акції яких відкрито продають та купують на фондових біржах, включаючи товариства, які перебувають у процесі випуску таких акцій. Показники прибутку на акцію використовують для оцінки минулих результатів операційної діяльності ділової одиниці з метою формування висновку щодо його потенціалу й ухвалення рішень про інвестиції. Його економічний зміст полягає в розкритті ефективності (прибутковості) використання підприємством ресурсів, наданих власниками його звичайних акцій.

Звіт про фінансові результати (звіт про сукупний дохід) є джерелом інформації для оцінювання потенційних змін економічних ресурсів суб’єкта господарювання, прогнозування майбутніх грошових потоків та реалізації інших видів прогнозів.

Наприклад, проаналізуємо звіт про сукупний дохід підприємства (див. Додаток VIII). Виторг від реалізації продукції зріс на 5,22 %, тоді як валовий прибуток зріс на 6,59 %, це позитивне для підприємницької структури співвідношення є наслідком того, що собівартість реалізованої продукції зростала меншими темпами (на 4,64 % за звітний рік).

Операційний прибуток суб’єкта господарювання зріс на 19,68 % завдяки зниженню інших операційних витрат на 69,3 %, незважаючи навіть на зростання

витрат на збут (на 17,47 %), прямих матеріальних затрат (на 8,26 %), витрат на оплату праці (на 6,63 %) та, відповідно, відрахувань на соціальні заходи (7,65 %).

Незважаючи на зазначені позитивні тенденції, чистий прибуток фактично залишився на попередньому рівні (знизився на 1,52 % і становить 6624 тис. грн), що підтверджує і розмір чистого прибутку на одну акцію (0,08 коп.). Це відбулося завдяки зростанню фінансових витрат, а саме – зменшення фінансових зобов'язань (підприємство погасило частину банківських кредитів).

13.5. Характеристика звіту про рух грошових коштів

Звіт про рух грошових коштів містить інформацію про грошові потоки підприємства і відображає вплив усіх видів його діяльності на рух коштів у звітному періоді.

Суб'єкт господарювання самостійно обирає спосіб складання звіту про рух грошових коштів за прямим або непрямим методом із застосуванням відповідної форми звіту.

У звіті про рух грошових коштів, складеному за прямим методом, розгорнуто наводять суми надходжень та видатків коштів ділової одиниці, що виникають унаслідок операційної, інвестиційної та фінансової діяльності протягом звітного періоду. Негрошові операції (отримання активів з фінансової оренди, бартерні операції, придбання активів унаслідок емісії акцій тощо) не включають до звіту про рух грошових коштів.

У звіті про рух грошових коштів, складеному за непрямим методом, рух грошових коштів унаслідок операційної діяльності визначають коригуванням прибутку (збитку) від звичайної діяльності до оподаткування.

Метою складання звіту про рух грошових коштів є надання інформації про стан і зміни протягом звітного року грошових потоків, а саме – надходження і вибуття грошових коштів та їхніх еквівалентів унаслідок ведення господарської діяльності. До грошових коштів, зокрема, належить готівка в національній та іноземній валютах, грошові кошти на банківських рахунках, депозити до запитання. Еквівалентами грошових коштів є короткострокові високоліквідні фінансові інвестиції, вільно конвертовані в певні суми грошових коштів. Для них характерний незначний ризик зміни вартості. Наприклад, до еквівалентів грошових коштів можна зачислити депозитні сертифікати (терміном до трьох місяців).

Головними завданнями аналізу грошових потоків є контроль за поточною платоспроможністю підприємства та виявлення розбіжностей між фінансовим результатом і зміною грошових коштів, з'ясування причин нестачі (надлишку) грошових коштів, визначення джерел їхніх надходжень і напрямів використання. На підставі цього аналізу ухвалюють оперативні рішення в управлінні грошовими коштами.

Вирішення таких завдань дає змогу відповідати на запитання:

- чи отримує підприємницька структура достатню кількість коштів для придбання основних та оборотних активів з метою ведення нормальної операційної діяльності;
- що є причиною розбіжності, яка виникла між даними фінансової звітності про прибуток (або збиток) підприємства та фактичною наявністю грошових коштів;
- чи є потреба в залученні додаткових ресурсів із зовнішніх джерел для забезпечення необхідного зростання господарської діяльності;
- чи має суб'єкт господарювання достатні вільні грошові кошти для використання їх на погашення боргу чи вкладень у виробництво нової продукції;
- чи емітувало підприємство цінні папери, і якщо так – на які цілі використано залучені кошти;
- які прогнози дані майбутніх грошових надходжень та їхнє витрачання?

Звіт про рух грошових коштів уточнює та розкриває статті звіту про фінансові результати з позиції руху грошових коштів протягом звітного періоду (року). Підприємство може бути дуже прибутковим і водночас мати надзвичайний дефіцит грошових коштів, чи навпаки, деякі підприємницькі структури можуть бути лише середньоприбутковими і водночас мати у розпорядженні великі суми грошових коштів.

У звіті про рух грошових коштів розкривають порядок фінансування операцій суб'єкта господарювання і використання ним фінансових ресурсів, надаючи користувачам фінансової звітності базу для оцінювання здатності залучати і використовувати грошові кошти та їхні еквіваленти.

Звіт про рух грошових коштів розглядає вплив фінансового управління підприємством на грошові потоки в розрізі операційної, інвестиційної, фінансової діяльності.

Такий розподіл інформації про рух грошових коштів дає змогу оцінити фінансові вкладення, які допоможуть у майбутньому нарощувати прибуток, а також простежити за грошовими надходженнями від кредиторів, які згодом спричинять вибуття грошових коштів для погашення зобов'язань.

Оцінка можливостей аналізованого підприємства генерувати грошові кошти для нормальної фінансово-господарської діяльності на підставі звіту про рух грошових коштів (див. Додаток IX) засвідчує, що сумарний чистий грошовий потік зменшився на 299 тис. грн. (9,23 %). Це зниження стало наслідком скорочення грошової результативності операційної та інвестиційної діяльності підприємства. Грошовий потік від операційної діяльності зменшився на 6 952 тис. грн (21,8 %). Це наслідок того, що сумарні грошові надходження від операційної діяльності зросли на 8 775 тис. грн, тоді як сумарні виплати збільшилися на 15 727 тис. грн.

Провідну роль у погіршенні здатності суб'єкта господарювання генерувати грошові потоки відіграло збільшення прямих матеріальних витрат та витрат на

оплату праці. Підприємство не змогло компенсувати збільшення грошових виплат відповідним зростанням грошових надходжень від споживачів продукції підприємства.

Зменшення чистого грошового потоку посилили від'ємні результативні значення руху коштів від інвестиційної діяльності: хоча грошовий потік від інвестиційної діяльності зріс на 98,2 %, проте став ще більше негативним (зросли витрати на придбання нових основних засобів). Це може свідчити у тривалій перспективі про виробничу переорієнтацію чи реструктуризацію суб'єкта господарювання.

Підприємство не змогло компенсувати зменшення грошового потоку від операційної та інвестиційної діяльності за допомогою фінансової. Зростання позитивного грошового потоку від фінансової діяльності на 29 287 тис. грн (52,6 %) відбулося завдяки отриманню нових банківських кредитів.

Як бачимо зі звіту про рух грошових коштів та інших форм фінансової звітності, суб'єкт господарювання намагається компенсувати значне зниження грошового потоку зростанням зобов'язань.

13.6. Аналіз звіту про власний капітал

Звіт про власний капітал відображає зміни власного капіталу підприємства, який визначають як різницю між вартістю його майна і борговими зобов'язаннями:

$$ВК = А - З , \quad (13.9)$$

де ВК – власний капітал; А – активи підприємства; З – зобов'язання підприємства.

Сума власного капіталу у фінансовій звітності – це абстрактна вартість майна, яка не є його поточною чи реалізаційною вартістю, а тому не відображає поточної вартості прав власників (не дорівнює сукупній ринковій вартості акцій підприємства чи сумі, яку можна отримати від продажу чистих активів частинами або загалом).

Звіт про власний капітал містить інформацію про таке:

- джерела капіталу ділової одиниці;
- правові обмеження щодо розподілу інвестованого капіталу серед акціонерів;
- обмеження щодо розподілу дивідендів серед теперішніх і майбутніх акціонерів;
- пріоритетність прав на майно підприємства в разі його ліквідації.

Власний капітал об'єднує власні джерела фінансування підприємницької діяльності, які без визначення терміну повернення внесені його засновниками (учасниками) або залишені ними на підприємстві з чистого прибутку.

У звіті також відображено напрями розподілу прибутку, зокрема, суми виплат власникам (дивіденди), дані про спрямування прибутку до зареєстрованого капі-

талу та відрахування до резервного капіталу. Суб'єкти державного (комунального) сектора економіки в додаткових статтях наводять інформацію про суму чистого прибутку, яка має бути сплачена до бюджету відповідно до законодавства, дані про спрямування прибутку до спеціальних (цільових) фондів та на матеріальне заохочення.

Головними показниками, що характеризують зміни у власному капіталі, є такі.

1. Коефіцієнт надходження капіталу:

$$K_{\text{НК}} = \frac{\text{НК}_{\text{зп}}}{K_0}, \quad (13.10)$$

де $\text{НК}_{\text{зп}}$ – надходження власного капіталу за звітний період; K_0 – власний капітал на початок звітного періоду.

2. Коефіцієнт використання капіталу:

$$K_{\text{ВК}} = \frac{\text{ВК}_{\text{зп}}}{K_0}, \quad (13.11)$$

де $\text{ВК}_{\text{зп}}$ – використання капіталу за звітний період; K_0 – власний капітал на початок звітного періоду.

Бухгалтерський звіт про власний капітал підприємства є інформаційною базою для аналізу змін у структурі капіталу, оцінки прогресивності його руху та виявлення резервів поліпшення використання власного капіталу підприємства.

Зміни у власному капіталі досліджуваного підприємства відбулися винятково завдяки нерозподіленому прибутку (6 624 тис. грн), адже дивіденди не виплачували.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Що входить до складу фінансової звітності про господарську діяльність?
2. Назвіть та охарактеризуйте методи аналізу фінансових звітів суб'єкта господарювання.
3. З якою метою обчислюють відносні показники за даними фінансової звітності підприємства?
4. Визначте головні характеристики фінансового стану ділової одиниці на підставі балансу.
5. Що характеризує актив балансу суб'єкта підприємництва?
6. На підставі якої форми фінансової звітності аналізують структуру джерел грошових коштів підприємства?
7. Які функціональні елементи господарської діяльності містить звіт про фінансові результати?

8. Як пов'язані зміни валюти балансу підприємства та обсяги виторгу від реалізації продукції?
9. Який розділ звіту про сукупний дохід і за яких умов заповнюють не всі суб'єкти господарювання?
10. Назвіть способи збільшення / зменшення власного капіталу підприємства та можливості їхнього відображення у фінансових звітах.



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

- 1. На підставі даних фінансової звітності**
 - 1) оцінюють фінансовий стан ділової одиниці;
 - 2) моделюють фактичні показники фінансово-господарської діяльності підприємства;
 - 3) аналізують результати маркетингової діяльності суб'єкта господарювання;
 - 4) усі відповіді правильні.
- 2. Усі показники, зазначені у формах фінансової звітності підприємства, підтверджують ...**
 - 1) висновком незалежного аудитора;
 - 2) висновком внутрішньої служби аудиту;
 - 3) актом перевірки контрольного органу;
 - 4) результатами річної інвентаризації.
- 3. Метою аналізу фінансових звітів суб'єкта господарювання є ...**
 - 1) пошук резервів підвищення його фінансової стійкості та зниження платоспроможності ділової одиниці;
 - 2) виявлення сильних та слабких сторін підприємства;
 - 3) оцінка результатів ефективності господарської діяльності за майбутній період;
 - 4) правильної відповіді немає.
- 4. У процесі горизонтального аналізу форм фінансової звітності обчислюють ...**
 - 1) питому вагу окремих статей фінансового документа до підсумкового показника;
 - 2) вплив показника окремої статті форми звітності на результат загалом;
 - 3) темпи приросту окремих показників;
 - 4) ефект фінансового левериджу.
- 5. Серед форм фінансової звітності найбільш інформативним документом для діагностики фінансового стану підприємства є**
 - 1) баланс;
 - 2) звіт про сукупний дохід;
 - 3) звіт про рух грошових коштів;
 - 4) звіт про власний капітал.

6. Зростання частки запасів у загальній структурі оборотних активів суб'єкта господарювання свідчить про ...

- 1) використання бартерних операцій у розрахунках зі споживачами;
- 2) формування понаднормативних запасів;
- 3) відсутність координації дій виробничого цеху та служби збуту;
- 4) усі відповіді правильні.

7. Зростання зареєстрованого капіталу підприємства свідчить про ...

- 1) зменшення ліквідності підприємницької структури;
- 2) зростання платоспроможності підприємства;
- 3) збільшення фінансової стійкості ділової одиниці;
- 4) зниження фінансової незалежності суб'єкта господарювання.

8. Ризику коливання вартості активів суб'єкта підприємництва зазнають ...

- 1) звичайні акціонери;
- 2) привілейовані акціонери;
- 3) кредитори;
- 4) дебітори.

9. У звіті про фінансові результати підприємства відображають ...

- 1) зміни у власному капіталі протягом звітного періоду внаслідок інвестиційних операцій;
- 2) зміни у власному капіталі протягом звітного періоду внаслідок господарських операцій;
- 3) зміни у власному капіталі протягом звітного періоду внаслідок операцій з власниками;
- 4) зміни у власному капіталі протягом звітного періоду внаслідок збільшення зобов'язань.

10. Головними завданнями аналізу грошових потоків суб'єкта підприємництва є ...

- 1) визначення потреби в мобілізації внутрішніх резервів для забезпечення необхідного зростання ділової одиниці;
- 2) контроль за поточною рентабельністю;
- 3) оцінка здатності підприємства погашати власні боргові зобов'язання;
- 4) планування грошових надходжень та їхнє витрачання протягом звітного періоду.

**ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ**

Задача 1. Оцініть результати фінансово-господарської діяльності підприємства на підставі даних фінансової звітності.

Стаття	На початок звітного періоду, тис. грн	На кінець звітного періоду, тис. грн
Усього активів	817 434	784 263
Основні засоби	756 777	705 005
Довгострокові фінансові інвестиції	21	21
Запаси	7 454	8 900
Сумарна дебіторська заборгованість	53 159	67 520
Гроші та їх еквіваленти	22	43
Нерозподілений прибуток	307 461	341 397
Власний капітал	-	-
Статутний капітал	175 833	175 833
Довгострокові зобов'язання	57 421	51 795
Поточні зобов'язання	275 416	213 074
Чистий прибуток (збиток)	3 925	34 797
Середньорічна кількість акцій (шт.)	703 332 392	703 332 392
Чисельність працівників на кінець періоду (осіб)	1 679	1 276

Задача 2. Проаналізуйте поточний фінансовий стан підприємства (охарактеризуйте структуру майна, джерела його утворення, склад і розмір основного капіталу, дебіторської та кредиторської заборгованостей, нематеріальних активів, фінансових вкладень і зобов'язань) та оцініть результати ефективності його діяльності.

Стаття	I	II	III
	тис. грн		
1	2	3	4
Основні засоби:	34 633	35 026	17 744
первісна вартість	1 868 073	1 794 217	1 699 611
Знос	1 833 440	1 759 191	1 681 867
Інші фінансові інвестиції	1 044	1 044	1 044
Запаси	397	171	600
Дебіторська заборгованість за продукцію	46 432	22 603	16 936
Гроші та їх еквіваленти	17	10	4
Зареєстрований (пайовий) капітал	10 706	10 706	10 706
Капітал у дооцінках	6 793	4 816	2 449
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	33 163	22 784	9 414
Пенсійні зобов'язання	9 897	11 470	3 964
Поточна кредиторська заборгованість:	21 964	9 078	9 795
Чистий дохід від реалізації продукції	10 717	10 116	5 057
Собівартість реалізованої продукції	(7 314)	(6 762)	(5 390)
Інші операційні доходи	12 196	3 022	473
Адміністративні витрати	(5 494)	(7 110)	(6 549)
Витрати на збут	(768)	(950)	(524)

Закінчення табл.

1	2	3	4
Інші операційні витрати	(8 859)	(5 253)	(13 288)
Фінансові витрати	(1 424)	(1 554)	(1 833)
Витрати (дохід) з податку на прибуток	555	-1 760	709
Дооцінка (уцінка) необоротних активів	8 149	0	-842
Інший сукупний дохід	-1 996	-2 457	7 771
Матеріальні затрати	1 555	628	133
Витрати на оплату праці	5 305	5 390	3 925
Відрахування на соціальні заходи	1 553	1 926	1 343
Амортизація	3 975	5 284	5 843
Інші операційні витрати	10 047	6 847	14 507
Середньорічна кількість простих акцій	214 123 789	214 123 789	214 123 789
Надходження від реалізації продукції	35 606	7 068	10 614
Інші надходження	25 894	21 113	2 513
Витрачання на оплату: товарів (робіт, послуг)	(7 459)	(1 161)	(506)
Праці	(4 141)	(4 178)	(3 244)
Відрахувань на соціальні заходи	(2 002)	(2 084)	(1 365)
Зобов'язань з податків і зборів	(6 098)	(6 990)	(4 616)
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на додану вартість	(1 801)	(1 886)	(794)
Витрачання на оплату зобов'язань з інших податків і зборів	(4 297)	(5 104)	(3 822)
Витрачання на оплату авансів	(4 049)	(693)	(524)
Витрачання на оплату цільових внесків	(12 340)	(3 076)	(1 691)
Інші витрачання	(23 804)	(7 027)	(712)
Надходження від реалізації необоротних активів	0	183	1 409
Витрачання на придбання необоротних активів	(1 592)	(1 890)	(3 166)



ЛІТЕРАТУРА

1. Анализ финансовой отчетности : учебник / Под ред. М. А. Вахрушеной, Н. С. Пласковой. – М. : Вузовский ученик, 2007. – 367 с.
2. Бланк И. А. Финансовый менеджмент : учеб. курс / И. А. Бланк ; 2-е изд., перераб. и доп. – К. : Эльга, Ника-Центр, 2007. – 521 с.
3. Крамаренко Г. О. Фінансовий менеджмент : підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна ; 2-е вид. – К. : Центр навч. л-ри, 2009. – 520 с.
4. Момот Т. В. Фінансовий менеджмент : навч. посібник / Т. В. Момот, В. О. Безугла, Ю. О. Тараруєв та ін.; за ред. Т. В. Момот. – К. : Центр навч. л-ри, 2011. – 712 с.
5. Наказ Міністерства фінансів України "Про затвердження Методичних рекомендацій з перевірки порівнянності показників фінансової звітності" від

- 11 квітня 2013 р., № 476 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=398610&cat_id=293536
6. Наказ Міністерства фінансів України “Про затвердження Методичних рекомендацій щодо заповнення форм фінансової звітності” : від 28 березня 2013 р., №433 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=382859&cat_id=293536
 7. Наказ Міністерства фінансів України “Про затвердження Положення”(стандарту) бухгалтерського обліку 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності” від 07 лютого 2013 р. №73 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>.
 8. Савчук В. П. Финансовый менеджмент : практическая энциклопедия / В. П. Савчук. – К. : Изд. дом “Максимум”, 2005. – 884 с.
 9. Семенов Г. А. Фінансове планування і управління на підприємствах : навч. посібник / Г. А. Семенов, В. З. Бугай, А. Г. Семенов та ін. – К. : Центр навч. л-ри, 2007. – 432 с.
 10. Тігова Т. М. Аналіз фінансової звітності підприємств : навч. посібник / Т. М. Тігова, Л. С. Селівестрова, Т. Б. Процюк. – К. : Центр навч. л-ри, 2012. – 268 с.
 11. Фінансовий менеджмент : підручник / А. М. Поддєрьогін, М. Д. Білик, Л. Д. Буряк, та ін. – К., 2005. – 535 с.



ОЦІНЮВАННЯ ФІНАНСОВОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

- 14.1. Сутність і складові фінансової привабливості підприємств.
- 14.2. Факторний аналіз фінансових результатів господарської діяльності.
- 14.3. Аналіз ділової активності суб'єктів господарювання.

14.1. Сутність і складові фінансової привабливості підприємств

Ринкові умови господарювання та проблеми фінансового забезпечення діяльності підприємств зумовлюють необхідність зміни фінансово-економічної політики та кваліфікованої оцінки фінансового стану з метою виживання в умовах кризи і подальшого економічного зростання. Тому вітчизняні підприємства щораз частіше починають використовувати фінансовий аналіз, який допомагає оцінити фінансову привабливість підприємства.

Фінансова привабливість – це сукупність характеристик фінансово-господарської та управлінської діяльності, перспектив розвитку й можливості фінансування. Оцінка фінансової привабливості підприємства є інтегральною характеристикою його внутрішнього фінансового середовища.

Отримані результати щодо фінансової привабливості кожен замовник використовує для досягнення своїх цілей: інвестор – для розроблення й обґрунтування можливих варіантів вкладення інвестицій і забезпечення ефективного використання коштів з метою отримання майбутньої вигоди; підприємство – для розроблення заходів щодо підвищення фінансової привабливості, залучення фінансових ресурсів та забезпечення ефективності їх використання.

Для того щоб адекватно й ефективно управляти фінансовою привабливістю підприємств, необхідно вміти максимально точно оцінювати вплив окремих її чинників.

Оскільки в різних наукових джерелах не існує однозначного визначення чинників впливу на фінансову привабливість підприємств, то необхідно провести аналіз, який допоможе виявити чітку її структуру.

Фінансову привабливість підприємства характеризує його *фінансова стабільність*, яка є запорукою його виживання в умовах кризи та основою економічно стійкого стану.

Фінансова стабільність підприємства є однією із найважливіших характеристик фінансового стану підприємства і пов'язана з рівнем його залежності від кредиторів та інвесторів. За різних умов, у яких функціонує підприємство, воно для досягнення фінансової стабільності проходить різні етапи. Наприклад, в умовах кризи підприємство може досягати фінансової стабілізації за такими етапами:

- 1) ліквідація поточної неплатоспроможності підприємства;
- 2) відновлення фінансової стійкості (фінансової рівноваги у короткостроковому періоді);
- 3) забезпечення фінансової рівноваги у довгостроковому періоді.

Кожному етапу фінансової стабілізації відповідають певні внутрішні механізми – оперативний, тактичний і стратегічний, що передбачають систему заходів, спрямованих на вирішення конкретних завдань (рис. 14.1).

Оперативний механізм фінансової стабілізації – це система заходів, спрямованих, з одного боку, на зменшення розміру поточних зовнішніх зобов'язань



Рис. 14.1. Складові фінансової стабільності підприємства

підприємства у короткостроковому періоді, а з іншого, – на збільшення суми найліквідніших активів (грошей), що забезпечують термінове погашення цих зобов'язань.

Тактичний механізм фінансової стабілізації є системою заходів, спрямованих на досягнення точки фінансової рівноваги підприємства у наступному періоді. Під фінансовою рівновагою тут необхідно розуміти відповідність між можливим обсягом генерування власних фінансових ресурсів (ОГв.ф.р) та необхідним обсягом споживання власних фінансових ресурсів (ОСв.ф.р), тобто:

$$\text{ОГв.ф.р} = \text{ОСв.ф.р}. \quad (14.1)$$

Стратегічний механізм фінансової стабілізації є винятково наступальною стратегією фінансового розвитку, яка забезпечує оптимізацію необхідних фінансових параметрів з метою прискорення економічного зростання підприємства. Тобто стратегічний механізм фінансової стабільності – це система заходів, спрямованих на підтримання досягнутої фінансової рівноваги підприємства у довгостроковому періоді. Цей механізм ґрунтується на використанні моделі стійкого економічного зростання підприємства, що забезпечується основними параметрами його фінансової стратегії. У цьому разі застосовують таку модель економічного зростання підприємства:

$$K_{\text{стзр}} = \frac{\text{ЧПр}}{\text{ВК}} = \frac{\text{ЧПр}}{\text{ЧП}} \times \frac{\text{ЧП}}{\text{ВР}} \times \frac{\text{ВР}}{\text{А}} \times \frac{\text{А}}{\text{ВК}} = K_{\text{рп}} \times R_{\text{рп}} \times K_{\text{оба}} \times K_{\text{фз}}, \quad (14.2)$$

де $K_{\text{стзр}}$ – коефіцієнт стійкого зростання; ЧПр – реінвестований чистий прибуток; ВК – середнє значення власного капіталу підприємства; ЧП – чистий прибуток; ВР – виторг від реалізації продукції; А – середня значення активів підприємства; $K_{\text{рп}}$ – коефіцієнт реінвестування прибутку; $R_{\text{рп}}$ – рентабельність реалізованої продукції; $K_{\text{оба}}$ – коефіцієнт оборотності активів; $K_{\text{фз}}$ – коефіцієнт фінансового забезпечення.

За цього підходу фінансова стабілізація є єдиним процесом і взаємопов'язує основні його складові.

Фінансова стабільність підприємства, з одного боку, це економічний процес, а з іншого, – економічна категорія.

Як економічний процес, фінансова стабільність є органічною складовою чіткої взаємодії внутрішніх механізмів фінансової стабілізації підприємства – оперативного, тактичного та стратегічного – з метою виведення підприємства з кризового стану або забезпечення його економічного зростання.

Як економічна категорія, фінансова стабільність – це сукупність економічних відносин, що забезпечують умови збереження підприємством абсолютної або нормальної фінансової стійкості за контрольованої фінансової рівноваги та одно-

часно спроможність до стійкого економічного зростання за врахування найбільш вагомих зовнішніх чинників. Отже, фінансова стабільність – це спроможність підприємства досягати стану фінансової рівноваги за збереження достатнього ступеня фінансової стійкості та зберігати цей стан у довгостроковій перспективі у разі ефективного управління фінансами.

Складовими елементами фінансової стабільності є: фінансова рівновага підприємства, ресурсна, потенційна та фінансова стійкість. Основні з цих складових фінансової стабільності – фінансова рівновага та фінансова стійкість (див. рис. 14.1).

Фінансова рівновага підприємства – це відповідність обсягів формування та використання (споживання) власних фінансових ресурсів. Такої фінансової рівноваги досягають оптимізацією співвідношення між часткою коштів, які капіталізують, і тією їх часткою, яку спрямовують на споживання, а також узгодження джерел формування і напрямів використання власних фінансових ресурсів, визначення оптимального співвідношення між внутрішніми та зовнішніми джерелами формування власних фінансових ресурсів. Фінансова рівновага – це агрегований показник, тому досягнення фінансової рівноваги значною мірою залежить від ефективності облікової політики підприємства, політики формування та розподілу прибутку підприємства, амортизаційної, дивідендної, емісійної політики тощо. Досягнення фінансової рівноваги – одна з найважливіших умов забезпечення фінансової стабільності, оскільки зростання можливостей щодо забезпечення приросту власних фінансових ресурсів означає підвищення фінансової стійкості та приводить до зростання ринкової вартості підприємства.

Ресурсна стійкість – це оптимальна структура трудових і матеріальних ресурсів підприємства. Вона сприяє економії витрат завдяки скороченню потреб у фінансових ресурсах на їхнє фінансування, а отже, приводить до зростання прибутковості підприємства. Постійне збільшення прибутку дає змогу підприємству забезпечити необхідною мірою формування власних фінансових ресурсів внутрішніх джерел, що, відповідно, сприяє досягненню фінансової рівноваги та фінансової стабілізації стану підприємства.

Потенційна стійкість – це можливість підприємства нарощувати обсяги діяльності та його спроможність вийти на новий рівень фінансової рівноваги. Підприємство може досягати повної і часткової фінансової стабілізації. Повної фінансової стабілізації підприємство досягає тільки в разі створення передумов для стабільного зменшення вартості капіталу, який використовують, та постійного зростання ринкової вартості підприємства. Виконання такого завдання потребує прискорення темпів економічного розвитку підприємства на основі коригування окремих параметрів фінансової стратегії. Головною метою розробленої підприємством фінансової стратегії має бути забезпечення високих темпів стійкого економічного зростання підприємства, а саме таких, які б не порушували його фінансової рівноваги. Тільки в разі додержання цих вимог при реалізації фінансової стратегії буде забезпечуватись досягнення певного ступеня фінансової стабільності підприємства.

Фінансова стійкість – це такий стан фінансових ресурсів підприємства, за якого раціональне розпорядження ними є гарантією наявності власних коштів, стабільної прибутковості та забезпечення процесу розширеного відтворення. Фінансова стійкість – один із головних чинників, що впливає на досягнення підприємством фінансової рівноваги та фінансової стабільності.

Загальну характеристику фінансової стабільності зображено на рис. 14.2.



Рис. 14.2. Загальна характеристика фінансової стабільності підприємства

У системі складових елементів фінансової стабільності підприємства фінансова стійкість посідає одне із головних місць. Тому необхідним є пошук способів досягнення певного ступеня фінансової стійкості підприємства. Для забезпечення фінансової стабільності функціонування підприємства у перспективі необхідно визначати конкретний рівень фінансової стійкості та виконувати її кількісну оцінку. Важливе значення мають визначення “певного ступеня” фінансової стійкості, низки чинників, що зумовлюють межу стійкості, обґрунтованості методичних підходів до її оцінки, особливо в умовах економіки кризового періоду. Кожне підприємство має визначити межу фінансової стійкості. Недостатня фінансова стійкість підприємства може призвести до його неплатоспроможності, а надлишкова – сприятиме створенню “зайвих” запасів і резервів, унаслідок чого зростуть витрати на їхнє утримання, простежуватиметься недоотримання прибутку та гальмування темпів економічного розвитку підприємства.

Стабільність – одна з найважливіших характеристик поведінки відособленої, автономної системи щодо зовнішніх умов, у яких вона існує. У загальному розумін-

ні стабільність трактують як властивість системи так реагувати на зміни (вплив) зовнішнього середовища, щоб не лише генерувати чинники, які зумовлюють її врівноважений стан, а й забезпечувати подальший розвиток. Залежно від вияву виділяють три різновиди стабільності економічної системи: статичну, динамічну і результуючу, тобто таку, що генерує її кількісні та якісні зміни.

Щодо окремого підприємства, яке функціонує як відокремлена, автономна частина загальноекономічної системи, то його еволюційну характеристику у конкретному часі визначають як фінансовий стан.

Стабільність фінансового стану підприємства виявляється у ритмічності виробництва якісної і дешевої продукції, яка має сталий попит, у міцному становищі підприємства на ринку, високому рівні матеріально-технічної оснащеності виробництва та відтворення, застосуванні передових технологій, налагодженості економічних зв'язків із партнерами, ритмічності кругообігу основного й оборотного капіталу, ефективності господарських і фінансових операцій, незначному ступені ризику в процесі ведення фінансово-господарської діяльності. Таке розмаїття чинників, що впливають на діяльність ринкового підприємства, зумовлює різні аспекти прояву його стійкості, зокрема загальний, ціновий, фінансовий, а залежно від чинників – внутрішній і зовнішній.

Зовнішній аспект фінансової стійкості підприємства пов'язаний зі стабільністю економічного середовища, у якому воно функціонує. Цю стабільність забезпечують відповідним державним макроекономічним регулюванням ринкової економіки. Внутрішній аспект фінансової стійкості підприємства відображає такий стан його ресурсного потенціалу, його матеріально-речової та вартісної (грошової) структури капіталу і таку динаміку, за якої забезпечені стабільно високі натурально-речові й фінансові результати функціонування підприємства. Інтегрована сукупність дії зовнішніх і внутрішніх чинників забезпечує цілісність та єдність суспільного й індивідуального економічного відтворення.

Отже, індикатором фінансової стабільності підприємств, їхньої фінансової стійкості є синтез та інтеграція ендо- й екзогенних чинників у єдиному фінансово-економічному механізмі макро- і мікроекономічного регулювання суспільного й індивідуального відтворення, у складі якого фінансова стійкість набуває характеру результуючої.

Для підприємства першим рівнем стабілізації є досягнення такого стану фінансової стійкості, як самофінансування виробничо-господарської діяльності суб'єктів господарювання у режимі простого відтворення. Тобто стабілізація відбувається на такому рівні, коли забезпечують стійкість як протидію спаду обсягів виробництва і руйнуванню ресурсного потенціалу (що характерно для кризового стану). Вищим рівнем фінансово-економічної стабілізації є забезпечення такої стійкості, яка зумовлює поступальне економічне зростання і перехід до розширеного відтворення. Тобто генерує у процесі свого функціонування кошти, достатні для забезпечення розвитку економічної системи на власній фінансовій основі.

Отже, тільки за умови фінансової стійкості суб'єктів господарювання економічна система може генерувати чинники позитивних кількісних і якісних змін у майбутньому періоді – періоді розвитку, переходу до досконалішого фінансового стану, який має більш значний потенціал.

14.2. Факторний аналіз фінансових результатів господарської діяльності

Різні напрями основної діяльності підприємства, що пов'язані з виробництвом та реалізацією продукції, а також фінансової та інвестиційної діяльності отримують остаточну грошову оцінку в сукупності показників фінансових результатів. Ці показники відображають у Звіті про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід) (форма № 2).

У фінансовому аналізі фінансові результати діяльності підприємства характеризують за допомогою абсолютних та відносних показників.

Мета аналізу фінансових результатів – визначити повноту та якість їхнього отримання, оцінку динаміки абсолютних і відносних показників, з'ясувати спрямованість, ступінь і частку впливу окремих чинників на зміну прибутку і рентабельності, виявити та оцінити можливі резерви їхнього зростання.

Основні завдання аналізу фінансових результатів:

- аналіз обґрунтованості плану (прогнозу) досягнення фінансових результатів;
- аналіз, оцінка динаміки показників прибутку і рентабельності;
- аналіз виконання планових показників з прибутку і рентабельності;
- визначення та вимірювання впливу чинників на відхилення з прибутку і рентабельності;
- виявлення резервів підвищення фінансових результатів діяльності підприємств та обґрунтування заходів щодо їх мобілізації;
- аналіз розподілу і використання прибутку.

На рис. 14.3 показано схему формування чистого прибутку підприємства згідно зі Звітом про фінансові результати (форма № 2).

Розрізняють такі напрями аналізу:

- оцінка зміни показників за аналізований період (горизонтальний аналіз);
- оцінка структури показників та їхніх змін (вертикальний аналіз).

Прибуток від реалізації продукції аналізують за такими чинниками:

- вплив цін реалізації продукції на зміну прибутку;
- вплив собівартості реалізованої продукції;
- вплив обсягу реалізації продукції;
- вплив структурних зрушень на зміну прибутку від реалізації продукції (табл. 14.1).

Чистий дохід (виторг) від реалізації продукції	2000
-	
Собівартість реалізованої продукції	2050
=	
Валовий прибуток(збиток) від реалізації продукції	2090; 2095
+	
Інші операційні доходи	2120
-	
Адміністративні витрати	2130
+	
Витрати на збут	2150
+	
Інші операційні витрати	2180
=	
Прибуток (збиток) від операційної діяльності	2190; 2195
+	
Дохід від участі в капіталі та інші фінансові доходи, інші доходи	2200; 2220; 2240
-	
Фінансові витрати, втрати від участі в капіталі, інші витрати	2250; 2255; 2270
=	
Прибуток (збиток) до оподаткування	2290; 2295
-	
Податок на прибуток	2300
=	
Чистий прибуток (збиток)	2350; 2355

Рис. 14.3. Формування чистого прибутку (збитку) підприємства

Таблиця 14.1

Приклад факторного аналізу прибутку
від реалізації продукції підприємства, тис. грн

Показник	Базовий період	Фактично за базовими цінами та витратами	Фактичний період
1. Чистий виторг від реалізації продукції (ВР)	ВР ₀ 20000	ВР ₁ ⁰ 18000	ВР ₁ 17000
2. Собівартість реалізованої продукції (повна) (СВ)	СВ ₀ 18000	СВ ₁ ⁰ 16500	СВ ₁ 16000
3. Прибуток від реалізації продукції (ПРП)	ПРП ₀ 2000	ПРП ₁ ⁰ 1500	ПРП ₁ 1000

Абсолютний приріст прибутку від реалізації

$$\begin{aligned} \Delta \text{ПРП} &= (\sum p_1 q_1 - \sum z_1 q_1) - (\sum p_0 q_0 - \sum z_0 q_0) = \text{ПРП}_1 - \text{ПРП}_0 = \\ &= 1000 - 2000 = -1000 \text{ тис. грн} \end{aligned} \quad (14.3)$$

У тому числі внаслідок зміни

1) цін реалізованої продукції. Щоб розрахувати вплив цін, потрібно від виторгу фактично реалізованої продукції відняти фактичну реалізацію за базовими цінами

$$\begin{aligned} \Delta \text{ПРП}(p) &= \sum p_1 q_1 - \sum p_0 q_1 = \text{ВР}_1 - \text{ВР}_1^0 = \\ &= 17000 - 18000 = -1000 \text{ тис. грн;} \end{aligned} \quad (14.4)$$

2) собівартості реалізованої продукції. Щоб розрахувати вплив собівартості на зміну прибутку від реалізації продукції, треба від собівартості фактичної реалізації за базовими витратами відняти собівартість фактично реалізованої продукції

$$\begin{aligned} \Delta \text{ПРП}(z) &= \sum z_0 q_1 - \sum z_1 q_1 = \text{СВ}_1^0 - \text{СВ}_1 = \\ &= 16500 - 16000 = +500 \text{ тис. грн;} \end{aligned} \quad (14.5)$$

3) обсягу реалізації продукції (у тому числі вплив структурних зрушень у реалізації продукції)

$$\begin{aligned}\Delta \text{ПРП}(q+s) &= (\sum p_0 q_1 - \sum z_0 q_1) - (\sum p_0 q_0 - \sum z_0 q_0) = \text{ПРП}_1^0 - \text{ПРП}_0 = \\ &= 1500 - 2000 = -500 \text{ тис. грн.}\end{aligned}\quad (14.6)$$

Або можна обчислити окремо вплив обсягу реалізації без структурних зрушень у її складі. Щоб розрахувати вплив обсягу реалізації продукції на відхилення з прибутку, треба базове значення прибутку від реалізації скоригувати на приріст виторгу від реалізації за незмінних цін на продукцію

$$\begin{aligned}\Delta \text{ПРП}(q) &= \left(\frac{\sum p_0 q_1}{\sum p_0 q_0} - 1 \right) \cdot \sum (p_0 - z_0) q_0 = \left(\frac{\text{ВР}_1^0}{\text{ВР}_0} - 1 \right) \cdot \text{ПРП}_0 = (I_q - 1) \cdot \text{ПРП}_0 = \\ &= (18000/20000 - 1) \cdot 2000 = -200 \text{ тис. грн.}\end{aligned}\quad (14.7)$$

4) структурних зрушень у складі обсягу реалізованої продукції. Щоб розрахувати вплив структурних зрушень, потрібно знайти відхилення між прибутком фактичної реалізації за базовими цінами і витратами та базовим прибутком, а отриманий результат скоригувати на вплив обсягу реалізації

$$\Delta \text{ПРП}(s) = \Delta \text{ПРП}(q+s) - \Delta \text{ПРП}(q), \quad (14.8)$$

або за такою формулою:

$$\begin{aligned}\Delta \text{ПРП}(s) &= \left(\frac{\sum (p_0 - z_0) q_1}{\sum p_0 q_1} \cdot \frac{\sum (p_0 - z_0) q_0}{\sum p_0 q_0} \right) \cdot \sum p_0 q_1 = \left(\frac{\text{ПРП}_1^0}{\text{ВР}_1^0} \cdot \frac{\text{ПРП}_0}{\text{ВР}_0} \right) \cdot \text{ВР}_1^0 = \\ &= ((1500/18000) - (2000/20000)) \cdot 18000 = -300 \text{ тис. грн.}\end{aligned}\quad (14.9)$$

$$\begin{aligned}\Delta \text{ПРП} &= \Delta \text{ПРП}(p) + \Delta \text{ПРП}(z) + \Delta \text{ПРП}(q) + \Delta \text{ПРП}(s) = \\ &= -1000 + 500 - 200 - 300 = -1000 \text{ тис. грн.}\end{aligned}\quad (14.10)$$

Прибуток (збиток) іншої операційної діяльності визначають як сальдо інших операційних доходів і витрат. До інших операційних доходів належать: дохід від операційної оренди, дохід від операційних курсових різниць, відшкодування раніше списаних активів, дохід від реалізації оборотних активів (крім фінансових інвестицій) тощо. До інших операційних витрат належать собівартість реалізованих виробничих запасів, сумнівні (безнадійні) борги, витрати від знецінення запасів, витрати від операційних курсових різниць, визнані економічні санкції, відрахування для забезпечення наступних операційних витрат тощо. У ході аналізування резервів

прибутку іншої операційної діяльності дають індивідуальну оцінку кожному факту таких доходів чи витрат, обґрунтованості виробничо-фінансового менеджменту, який спричиняє операції, дії внутрішніх і зовнішніх чинників.

Точнішим показником, який характеризує прибутковість підприємства, є рентабельність. Використовують багато видів показників рентабельності. Проте всі вони є відносними і показують, скільки одиниць прибутку (валового, операційного, чистого) отримують на одиницю елементів виробництва (реалізованої продукції, загального капіталу, виробничих фондів, власного капіталу тощо), що сприяли його створенню.

Основні показники рентабельності.

1. Рентабельність вкладеного капіталу

$$P_k = \text{ЧП} / K * 100, \quad (14.11)$$

де ЧП – чистий прибуток підприємства = прибуток від операційної діяльності + прибуток від інвестиційної діяльності + прибуток від фінансової діяльності – податок на прибуток; K – середня величина капіталу підприємства.

2. Рентабельність власного капіталу

$$P_{вк} = \text{ЧП} / \text{ВК} * 100 \%, \quad (14.12)$$

де ВК – середня величина власного капіталу підприємства.

3. Рентабельність активів за прибутком від звичайної діяльності

$$P_a = \text{ПЗД} / A * 100, \quad (14.13)$$

де ПЗД – прибуток від звичайної діяльності підприємства; A – середня величина активів.

4. Рентабельність реалізованої продукції за прибутком від реалізації

$$P_{рп(прп)} = \text{ПРП} / \text{ВР} * 100 \% = (\text{ВР} - \text{СВ}) / \text{ВР} * 100 \%, \quad (14.14)$$

де ПРП – прибуток від реалізації продукції; ВР – виторг від реалізації продукції підприємства; СВ – собівартість реалізованої продукції.

5. Рентабельність реалізованої продукції за чистим прибутком

$$P_{рп(чп)} = \text{ЧП} / \text{ВР} * 100 \%. \quad (14.15)$$

6. Рентабельність продукції

$$P_{п} = \text{ПРП} / \text{СВ} * 100\%. \quad (14.16)$$

Зміну рентабельності аналізованої продукції можуть оцінювати за впливом таких чинників:

- зміни структури й асортименту реалізованої продукції;
- зміни собівартості реалізованої продукції;
- зміни цін продажу (табл. 14.2).

Таблиця 14.2

Приклад аналізу рентабельності реалізованої продукції підприємства

Показник	Базовий період	Фактично за базовими цінами та витратами	Фактичний період
1. Чистий виторг від реалізації продукції (ВР)	ВР ₀ 20000	ВР ₁ ⁰ 18000	ВР ₁ 17000
2. Собівартість реалізованої продукції (повна) (СВ)	СВ ₀ 18000	СВ ₁ ⁰ 16500	СВ ₁ 16000
3. Прибуток від реалізації продукції (ПРП)	ПРП ₀ 2000	ПРП ₁ ⁰ 1500	ПРП ₁ 1000
4. Рентабельність реалізованої продукції, %	Ррп ₀ 10	Ррп ₁ ⁰ 8,33	Ррп ₁ 5,88

Зміна рентабельності реалізованої продукції:

$$\Delta R_{pp} = R_{pp1} - R_{pp0} = 8,5 - 10 = -1,5 \% \quad (14.17)$$

1. Вплив структурних зрушень на рентабельність реалізованої продукції. Щоб розрахувати вплив структурних зрушень у складі реалізації на зміну рентабельності реалізованої продукції, треба рентабельність фактично реалізованої продукції за базовими цінами порівняти з базовою рентабельністю реалізованої продукції:

$$\Delta R_{pp}(s) = R_{pp1}^0 - R_{pp0} = 8,33 - 10 = -1,67\% \quad (14.18)$$

2. Вплив собівартості на зміну рентабельності реалізованої продукції. Щоб розрахувати вплив зміни собівартості реалізованої продукції на зміну її рентабельності, потрібно розрахувати рентабельність фактично реалізованої продукції за фактичним прибутком, скоригованим на вплив ціни щодо його зміни (R_{pp11}), і отриманий результат порівняти з рентабельністю фактично реалізованої продукції за базовими цінами:

$$\Delta R_{pp}(z) = R_{pp11} - R_{pp1}^0 = 11,76 - 8,33 = +3,43\% \quad (14.19)$$

де

$$R_{pp_{11}} = \frac{PP_1 - \Delta PP(p)}{BP_1} 100\% = \frac{1000 - (-1000)}{17000} 100\% = +11,76\% \quad (14.20)$$

3. Вплив ціни на зміну рентабельності реалізованої продукції. Щоб розрахувати вплив зміни цін на зміну рентабельності реалізованої продукції, треба фактичну рентабельність реалізації ($R_{pp_{11}}$) порівняти з рентабельністю фактично реалізованої продукції, визначену за фактичним прибутком, скоригованим на вплив ціни щодо його зміни:

$$\Delta R_{pp}(p) = R_{pp_1} - R_{pp_{11}} = 5,88 - 11,76 = -5,88\% \quad (14.21)$$

Загальна зміна рентабельності реалізованої продукції:

$$\Delta R_{pp} = \Delta R_{pp}(s) + \Delta R_{pp}(z) + \Delta R_{pp}(p) = -1,67 + 3,43 - 5,88 = -4,12\% \quad (14.22)$$

Отже, щоб збільшити прибутковість реалізованої продукції підприємства, впливають на структурні зрушення у складі обсягу реалізації, ціни на продукцію суб'єкта господарювання та собівартість її виробництва.

14.3. Аналіз ділової активності суб'єктів господарювання

Ділова активність мінімізує ризик неспіху в умовах економічної нестабільності ринкового середовища та конкуренції.

Виділяють ділову активність підприємств щодо мобілізації внутрішніх ресурсів економічного зростання та активність у зовнішньому економічному середовищі. Внутрішня активність виражається у зростанні економічного потенціалу підприємств чи підвищенні ефективності його використання. Активність підприємства у зовнішньому економічному середовищі оцінюють сукупністю кількісних та якісних параметрів, серед яких частка ринку підприємства, обсяги поставок на експорт, динаміка фондової активності, імідж підприємства, його соціальна й природоохоронна активність тощо.

Ділова активність – це складна, інтегрована за багатьма показниками характеристика бізнес-середовища підприємства, яка визначає його стан на ринку, забезпеченість й ефективність використання усіх видів ресурсів та результати господарювання.

Аналіз методичних підходів щодо оцінки ділової активності свідчить, що автори пропонують для оцінки ділової активності одні й ті ж показники, лише з різним ступенем деталізації.

Система показників ділової активності втілюється у додержанні так званого золотого правила економіки підприємства, яке виражене таким співвідношенням:

$$T_{п} > T_{р} > T_{а} > 100 \%, \quad (14.23)$$

де $T_{п}$ – темп зростання (зменшення) прибутку; $T_{р}$ – темп зростання (зменшення) обсягу реалізації; $T_{а}$ – темп зростання (зменшення) вартості активів (валюти балансу).

Ця залежність означає, що економічний потенціал підприємств зростає, виторг від реалізації (дохід) випереджає приріст активів, а приріст фінансового результату випереджає приріст виторгу від реалізації.

Показники ділової активності доцільно розділити на два рівні: ключові показники (для експрес-аналізу) і додаткові (для поглибленого аналізу). Ключовими показниками є: коефіцієнт стійкості економічного зростання, коефіцієнт оборотності оборотних активів, коефіцієнт оборотності власного капіталу, коефіцієнт ділової активності, тривалість фінансового циклу.

Для визначення резервів зростання ділової активності доцільно визначити додаткові показники оборотності: коефіцієнт оборотності запасів, тривалість оборотності запасів, коефіцієнт оборотності коштів у розрахунках, тривалість обігу коштів у розрахунках, коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості, тривалість обороту кредиторської заборгованості, тривалість операційного циклу.

Аналіз ділової активності та його результати за змістом і обсягами виходять за межі одного етапу. Тому розглянемо окремі його важливі аспекти.

Ділова активність – доволі широке поняття й охоплює майже всю сферу діяльності підприємства. Ділову активність можна розглядати в широкому аспекті, тобто як економічну ділову активність, і у вузькому – як фінансову ділову активність.

Для ефективності фінансово-господарської діяльності підприємства характерні ефективно використання всіх ресурсів підприємства та високий рівень рентабельності виробничої діяльності. Оскільки аналіз рентабельності, зазвичай, виконують окремо, то під оцінкою ефективності часто розуміють лише оцінку ефективності використання ресурсів підприємства. Відповідну групу коефіцієнтів називають коефіцієнтами ефективності, або ділової активності.

Ефективність використання оборотних засобів характеризують їхнього *оборотністью*. Під оборотністю засобів розуміють тривалість проходження ними окремих стадій виробництва й обігу. Час, протягом якого оборотні кошти перебувають в обігу, називають періодом обороту. Оборотність визначена періодом обороту в днях або кількістю оборотів за певний період. Ефективність використання всіх оборотних засобів відображає коефіцієнт оборотності оборотних засобів (Кооз), який визначає середній період обороту оборотних засобів у днях:

$$\text{Кооз} = \frac{\text{Річний виторг від реалізації продукції}}{\text{Середня величина оборотних засобів}}, \quad (14.24)$$

Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості Кодз відображає середній період у днях, необхідний для отримання коштів від продажу в кредит. Його визначають так:

$$\text{Кодз} = \frac{\text{Річний виторг від реалізації продукції}}{\text{Середня величина дебіторської заборгованості.}} \quad (14.25)$$

Якщо продаж у кредит становить частину загального обсягу реалізації, то для розрахунку коефіцієнта оборотності дебіторської заборгованості використовують тільки виторг від реалізації у кредит.

Оскільки в разі ефективного управління оборотним капіталом обсяг кредиторської заборгованості завжди відповідає обсягу дебіторської, то коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості тісно пов'язаний із коефіцієнтом оборотності дебіторської заборгованості. В умовах розвинутої ринкової економіки ці коефіцієнти певною мірою відображають терміни комерційного кредитування за кредитами, отриманими підприємством та наданих ним. Для вітчизняних підприємств ці коефіцієнти, зазвичай, відображають середні терміни погашення дебіторської та кредиторської заборгованості – активів та зобов'язань, за якими не сплачують відсотка. У цьому випадку чим меншим є термін погашення дебіторської заборгованості, тим ефективніше використовують грошові кошти підприємства.

Коефіцієнт оборотності товарно-матеріальних запасів (Котмз) відображає період, необхідний для продажу запасів. Чим менший цей коефіцієнт, тим більша оборотність запасів, а отже, тим вища ефективність підприємства в управлінні запасами:

$$\text{Котмз} = \frac{\text{Собівартість реалізованої продукції}}{\text{Середня величина товарно-матеріальних запасів.}} \quad (14.26)$$

Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості (Кокз) визначає, наскільки швидко розраховується підприємство з кредиторами. Його обчислюють у днях і прирівнюють до середнього терміну розрахунків підприємства з кредиторами:

$$\text{Кокз} = \frac{\text{Собівартість реалізованої продукції}}{\text{Середня величина кредиторської заборгованості.}} \quad (14.27)$$

Коефіцієнт фондівдачі (Кфв) характеризує ефективність використання основних засобів підприємства і показує, скільки грошових одиниць виторгу можна отримати з однієї грошової одиниці вкладень в основні засоби. Його розраховують так:

$$\text{Кфв} = \frac{\text{Річний виторг від реалізації продукції}}{\text{Середня вартість основних засобів.}} \quad (14.28)$$

За допомогою коефіцієнта ресурсовіддачі (Крв) визначають ефективність використання всього майна підприємства:

$$\text{Крв} = \text{Річний виторг від реалізації продукції} / \text{Середня величина активів}. \quad (14.29)$$

Для розрахунку цього коефіцієнта використовують як виторг від реалізації продукції, так і весь валовий дохід підприємства, оскільки активи підприємства слугують для отримання доходу не тільки від основної діяльності, а й від проведення багатьох інших операцій.

Збільшення коефіцієнтів Кфв і Крв свідчить про зростання ефективності використання основних засобів та всього майна підприємства, а не про зростання рентабельності виробництва загалом. Інтенсивно використовуючи основні та оборотні засоби, підприємство може реалізовувати значні обсяги продукції й отримувати значний дохід від реалізації. Однак рівень прибутковості в цьому разі може бути незмінним. Підвищення ресурсовіддачі та оборотності товарно-матеріальних запасів, поліпшення всіх коефіцієнтів ефективності може свідчити про зростання ефективності фінансово-господарської діяльності підприємства тільки за умови відповідного підвищення рентабельності виробництва та вкладеного у виробництво капіталу.

Наведені нижче коефіцієнти, з одного боку, належать до коефіцієнтів, що характеризують стан основних засобів, а з іншого, – разом із коефіцієнтом фондovіддачі Кфв дають змогу скласти чіткіше уявлення про ефективність використання основних засобів.

Наприклад, коефіцієнт Кач показує частку активної частини основних засобів у загальній їхній вартості. Його визначають за формулою

$$\text{Кач} = \frac{\text{вартість активної частини основних засобів}}{\text{Вартість основних засобів}}. \quad (14.30)$$

Коефіцієнт зносу (Кз) відображає ступінь зносу основних засобів і його обчислюють за формулою

$$\text{Кз} = \frac{\text{Накопичений знос}}{\text{Первісна вартість основних засобів}}. \quad (14.31)$$

Низькі значення коефіцієнта фондovіддачі можуть зумовлювати низькі значення коефіцієнтів Кач і Кз, тобто малої частки активної частини основних засобів та невисокого ступеня зносу або невеликі обсяги реалізації. Зростання коефіцієнта фондovіддачі може бути спричинене зносом основних засобів, збільшенням активної їх частини або доходів від реалізації продукції.

Ефективність використання трудових ресурсів характеризує коефіцієнт (Кевтр), який визначають за формулою

$$\text{Кевтр} = \frac{\text{Виторг від реалізації продукції}}{\text{Фонд оплати праці}}. \quad (14.32)$$

Значення цього коефіцієнта суттєво залежать від галузевої належності підприємства, від того, трудо- чи матеріаломістким є виробництво. Чим більшим є значення коефіцієнта Кевтр, тим ефективніше використовують трудові ресурси підприємства. В умовах формування ринкової економіки цей коефіцієнт мало відображає ефективність використання трудових ресурсів, оскільки фонд оплати праці не завжди свідчить про реальні розміри винагороди за неї.

Для розрахунку наведених вище коефіцієнтів використовують дані річної фінансової звітності. Середні значення дебіторської, кредиторської заборгованості та товарно-матеріальних запасів розраховують на підставі усереднених даних квартальної або щомісячної звітності. Виторг обчислюють на підставі цін реалізації продукції (з урахуванням ПДВ) або приймають до розрахунку виторг без урахування ПДВ та інших відрахувань із доходу.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Розкрийте економічний зміст фінансової привабливості підприємства.
2. Охарактеризуйте чинники, що впливають на фінансову стабільність.
3. Що таке рентабельність підприємства?
4. Розкрийте сутність фінансової стійкості суб'єкта господарювання.
5. Які показники характеризують ліквідність підприємства?
6. Яка відмінність між ліквідністю та платоспроможністю?
7. Як розраховують платоспроможність підприємства?
8. Розкрийте економічний зміст ділової активності.
9. За допомогою яких показників визначають ділову активність підприємств?
10. Які основні завдання щодо забезпечення фінансової стійкості підприємства у довгостроковій перспективі?



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

1. У системі складових елементів фінансової стабільності головне місце посідає ...
 - 1) ліквідність;
 - 2) ділова активність;
 - 3) фінансова стійкість;
 - 4) кредитоспроможність.
2. Співвідношення власного оборотного капіталу до власного капіталу – це ...
 - 1) коефіцієнт фінансової стійкості;
 - 2) коефіцієнт мобільності власного капіталу;
 - 3) коефіцієнт покриття власного капіталу;
 - 4) коефіцієнт фінансової стабільності.

- 3. Співвідношення власного та позиченого капіталу – це ...**
 - 1) коефіцієнт фінансової стабільності;
 - 2) коефіцієнт фінансової стійкості;
 - 3) коефіцієнт фінансового ризику;
 - 4) коефіцієнт концентрації власного капіталу.
- 4. Співвідношення позикового та власного капіталу – це ...**
 - 1) коефіцієнт фінансового ризику;
 - 2) коефіцієнт фінансової стабільності;
 - 3) коефіцієнт концентрації позикового капіталу;
 - 4) коефіцієнт фінансової незалежності.
- 5. Різниця між виторгом від реалізації продукції та її собівартістю — це ...**
 - 1) чистий прибуток підприємства;
 - 2) валова маржа підприємства;
 - 3) коефіцієнт валової маржі підприємства;
 - 4) прибуток від реалізації продукції підприємства.
- 6. Різниця між виторгом фактично реалізованої продукції та фактичною реалізацією за базовими цінами — це ...**
 - 1) вплив цін на розмір прибутку від реалізації продукції;
 - 2) вплив собівартості на розмір прибутку від реалізації продукції;
 - 3) вплив обсягу реалізації на розмір прибутку від реалізації продукції;
 - 4) вплив структурних зрушень на розмір прибутку від реалізації продукції.
- 7. Якщо прибуток від реалізації продукції поділити на виторг від її реалізації, то отримаємо ...**
 - 1) рентабельність капіталу;
 - 2) прибутковість власного капіталу;
 - 3) рентабельність реалізованої продукції;
 - 4) рентабельність активів підприємства.
- 8. Який із чинників не впливає на рентабельність реалізованої продукції ...**
 - 1) структурні зрушення;
 - 2) ціна;
 - 3) собівартість;
 - 4) обсяг реалізованої продукції.
- 9. Співвідношення виторгу від реалізації продукції та середньої величини оборотних засобів — це ...**
 - 1) коефіцієнт завантаження оборотних засобів;
 - 2) величина додатково залучених оборотних засобів;
 - 3) коефіцієнт оборотності оборотних засобів;
 - 4) рентабельність оборотних засобів.

10. Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості – це співвідношення ...

- 1) виторгу від реалізації продукції та середньої величини дебіторської заборгованості;
- 2) дебіторської та кредиторської заборгованості;
- 3) середньої величини дебіторської заборгованості та виторгу від реалізації продукції;
- 4) собівартості реалізованої продукції та середньої величини дебіторської заборгованості.

**ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ**

Задача 1. Дані про виторг від реалізації продукції та витрати на її виробництво наведені у таблиці:

Показник	Базовий період	Звітний обсяг реалізації за базовими цінами та витратами	Звітний період
Виторг від реалізації продукції (без ПДВ і АП)	50 000	55 000	
Собівартість реалізованої продукції (повна)	30 000	32 000	

Загальний індекс товарообороту підприємства становить 1,2, а загальний індекс собівартості – 1,15.

Виконайте факторний аналіз прибутку від реалізації продукції та зробіть відповідні висновки.

Задача 2. Підприємство отримало чистий виторг від реалізації продукції у базовому періоді 140 тис. грн, а у звітному періоді – на 20 % більше. Звітний обсяг реалізації за базовими цінами становив 150 тис. грн. Собівартість реалізованої продукції підприємства у базовому періоді становила 120 тис. грн, у звітному – на 15 % більше. Звітний обсяг реалізації продукції за базовою собівартістю становить на 10% більше від собівартості реалізованої продукції у базовому періоді. Виконайте факторний аналіз рентабельності реалізованої продукції та зробіть відповідні висновки.

**ЛІТЕРАТУРА**

1. Базилінська О. Я. Фінансовий аналіз: теорія та практика : навч. посібник / О. Я. Базилінська. – К. : Центр навч. л-ри, 2009. – 328 с.

2. Білик М. Д. Фінансовий аналіз : навч. посібник / М. Д. Білик, О. В. Павловська, Н. М. Притуляк, М. Ю. Невмержицька. – К. : КНЕУ, 2005. – 592 с.
3. Загурський О. М. Фінансовий аналіз : кредитно-модульний курс / О. М. Загурський. – К. : Центр навч. л-ри, 2013. – 472 с.
4. Ізмайлова К. В. Фінансовий аналіз : навч. посібник / К. В. Ізмайлова ; 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : МАУП, 2001. – 152 с.
5. Крамаренко Г. О. Фінансовий аналіз : підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. – К. : Центр навч. л-ри, 2008. – 392 с.
6. Лахтіонова Л. А. Фінансовий аналіз суб'єктів господарювання : монографія / Л. А. Лахтіонова. – К. : КНЕУ, 2001. – 387 с.
7. Литвин Б. М. Фінансовий аналіз : навч. посібник / Б. М. Литвин, М. В. Стельмах. – К. : Хай-Тек Пресс, 2008. – 336 с.
8. Фінанси в трансформаційній економіці України : навч. посібник / за ред. д-ра екон. наук, проф. М. І. Крупки. – Л. : Видавничий центр ЛНУ імені І. Франка, 2007. – 614 с.
9. Фінансовий аналіз : навч. посібник / за ред. Т. Д. Косової, І. В. Сіменко. – К. : Центр навч. л-ри, 2013. – 440 с.
10. Цал-Цалко Ю. С. Фінансовий аналіз : підручник / Ю. С. Цал-Цалко. – К. : Центр навч. л-ри, 2008. – 566 с.
11. Шморгун Н. П. Фінансовий аналіз : навч. посібник / Н. П. Шморгун, І. В. Головка. – К. : Центр навч. л-ри, 2006. – 528 с.



ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ ЗА УМОВ КРИЗИ

- 15.1. Діагностика фінансового стану в системі антикризового управління підприємством.
- 15.2. Форми і методи фінансової санації підприємств.
- 15.3. Реалізація процедури банкрутства та розподіл майна боржника.

15.1. Діагностика фінансового стану в системі антикризового управління підприємством

Суб'єкти господарювання, які функціонують за умов ринкової економіки, є самостійними і незалежними в ухваленні господарських рішень. Саме тому на них покладено реальну економічну відповідальність за результати їхньої діяльності, виконання зобов'язань перед партнерами: постачальниками, покупцями, інвесторами, працівниками підприємства, а також перед державою. Висока ймовірність виникнення і розвитку кризи в процесі діяльності будь-якого підприємства зумовлює необхідність антикризового управління.

Антикризове управління є одним з функціональних напрямів управління підприємством. Це постійний процес виявлення ознак кризових явищ та реалізації генерального плану недопущення їхнього поширення [4, с. 53].

Вибір способів запобігання кризі передбачає стратегічне управління підприємством, а також визначення тактики реалізації обраної стратегії (оперативне управління). Модель антикризового управління зображена на рис. 15.1.

Її вихідним пунктом є визначення мети антикризового управління, залежно від якої обирають сфери спостереження і визначають критерії оцінки даних, отриманих під час аналізу внутрішнього і зовнішнього середовища. За результатами такого аналізу первісну мету коригують, з наявних альтернатив обирають оптимальну стратегію запобігання кризі на підприємстві.

На наступному етапі визначають довго- і короткотермінові цілі – цілі вищого і нижчого рівнів. Нижчі цілі є засобом досягнення вищих, однак орієнтація керівництва підприємства лише на цілі нижчого рівня може привести суб'єкта господарювання до кризи, оскільки впровадження заходів, не пов'язаних зі стратегічними

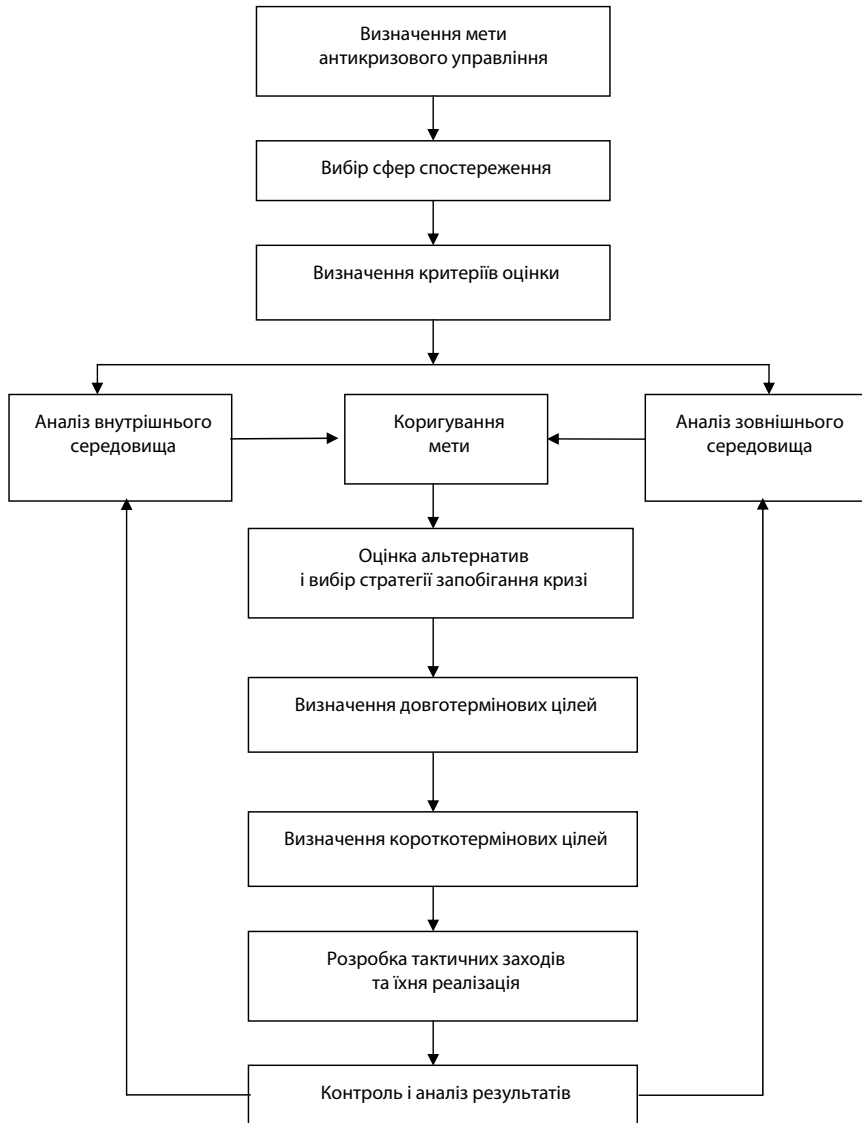


Рис. 15.1. Модель антикризового управління підприємством

цілями, може поліпшити становище підприємства лише в короткостроковому періоді. Тактичне управління реалізують у межах обраної стратегії.

Контроль та аналіз результатів антикризових заходів, а також оцінка змін у зовнішньому та внутрішньому середовищі допомагають адаптувати мету антикризового управління до нових умов функціонування підприємства. Отже, відпо-

відальний етап антикризового управління – діагностика зовнішнього середовища, у якому діє підприємство, і його внутрішнього середовища. З огляду на це постає питання про необхідність проведення якісного оперативного аналізу фінансового стану, який за умов комерційного розрахунку є індикатором здатності підприємства успішно діяти на ринку.

Фінансовий стан підприємства – це комплексне поняття, яке відображає ступінь забезпеченості суб'єкта господарювання необхідними фінансовими ресурсами для ефективного функціонування та своєчасного проведення розрахунків за зобов'язаннями [2, с. 257].

Виявлення ознак погіршення становища підприємства дає змогу запобігти розгортанню подій за сценарієм, який призведе до банкрутства, та визначити оптимальні способи підвищення і зміцнення фінансової стабільності. Отже, аналіз фінансового стану підприємства є необхідним етапом антикризового управління. Він потребує на сучасному етапі системного, комплексного підходу.

Визначальним моментом у його реалізації є обрання сфер спостереження, а саме: конкретних показників, які буде проаналізовано. Крім того, треба визначити критерії оцінки цих показників, допустимі межі їхніх коливань. Вихід за ці межі стане сигналом для вжиття антикризових заходів. Отже, обов'язковою умовою діагностики та своєчасного попередження банкрутства є наявність науково обґрунтованої системи агрегованих показників і критеріїв, які всебічно та детально характеризують господарське становище підприємства й допомагають виявити факт фінансової неспроможності.

Інформаційною базою аналізу фінансового стану підприємства є його фінансова звітність і первинна бухгалтерська документація. Важливими також є зовнішні джерела інформації: законодавча база; макроекономічна статистика; повідомлення в засобах масової інформації про кон'юнктуру ринку, державне регулювання діяльності підприємств, податкову політику; результати моніторингу зовнішнього середовища, проведеного незалежними експертами тощо.

Основна мета діяльності підприємства – забезпечити стабільний фінансовий стан. Передумова для її досягнення – отримання максимального прибутку, який є основним джерелом збільшення фінансових ресурсів. На підприємстві, яке працює збитково, простежується процес “проїдання” фінансових ресурсів, тобто їхнього зменшення. Завдання фінансових менеджерів і керівників підприємства – своєчасно виявити та припинити цей процес. Тому треба виділити етапи погіршення фінансового стану з метою визначення оптимального для підприємства способу виходу з кризи. Отже, для першого етапу характерне зниження рентабельності виробництва, тобто підприємство стає менш прибутковим. Другий етап – підприємство працює збитково і покриває нестачу оборотних коштів з резервних фондів, якщо вони створені, в іншому випадку одразу настає третій

етап – резервних фондів нема і на покриття збитків використовують частину оборотних коштів. Це означає, що підприємство скорочує виробництво, після чого, якщо нема плану фінансового оздоровлення або можливості його реалізації, настає четвертий етап, якому притаманні такі явища: припинення платежів за зобов'язаннями, неможливість профінансувати навіть скорочене відтворення, що призводить до припинення виробництва та банкрутства підприємства. Якщо на першому етапі кризи розв'язок задачі є в сфері тактичного управління підприємством, то другий етап потребує стратегічних змін, а екстремальні умови функціонування підприємства, яке перебуває на третьому та четвертому етапі, потребують термінових антикризових та санаційних заходів.

Узагальнення та систематизація показників, які використовують для передбачення кризових явищ на підприємстві, дає змогу виділити такі їхні групи:

- показники рентабельності;
- показники ділової активності;
- показники ліквідності;
- показники платоспроможності та фінансової стійкості.

Розглянемо детально кожну групу показників.

Показники рентабельності.

Найважливішим питанням, на яке повинен відповісти фінансовий менеджер, аналізуючи фінансовий стан, є питання здатності підприємства забезпечити прибуток у потрібному розмірі. Відповісти на нього допомагають показники рентабельності, під якою розуміють здатність підприємства нарощувати вкладений капітал, тобто вести розширене відтворення. Ці показники оцінюють прибутковість суб'єкта господарювання і є якісними характеристиками формування прибутку, тобто демонструють ефективність використання ресурсів, які забезпечили одержання конкретного валового доходу фірми. Виділяють: 1) показники рентабельності вкладень ресурсів за їхнім походженням; 2) показники рентабельності продажу та продукції за видами діяльності.

1. А. Загальний показник рентабельності, або рентабельність активів,

$$P_A = \text{ЧП}/A, \quad (15.1)$$

де ЧП – чистий прибуток; А – середня вартість активів (обчислюють як середнє арифметичне за аналізований період).

Цей показник демонструє, скільки гривень прибутку отримує підприємство на 1 грн вкладених коштів незалежно від джерела їхнього походження. Порівнянням P_A підприємства із середньогалузевим можна визначити рівень його конкурентоспроможності. Зменшення P_A порівняно з попереднім періодом означає погіршення становища підприємства, помилковість обраної менеджерами фінансової політики.

Б. Рентабельність власного капіталу

$$P_{BK} = \text{ЧП}/\text{BK}, \quad (15.2)$$

де BK – середнє значення власного капіталу (обчислюють як середнє арифметичне за аналізований період).

Цей показник цікавий з погляду власника підприємства як характеристика рівня окупності власного капіталу, ефективності його використання порівняно з іншими напрямками вкладень. Він дає змогу визначити, скільки прибутку отримано на 1 грн власного капіталу.

В. Рентабельність власних і довготермінових залучених коштів

$$P_{BK+ДЗК} = \text{ЧП}/(\text{BK} + \text{ДЗК}), \quad (15.3)$$

де ДЗК – довготермінові залучені кошти.

Показник дає змогу оцінити ефективність використання засобів довготермінового характеру.

2. А. Рентабельність продажу обчислюють за такою формулою:

$$P_{\text{продажу}} = \text{ЧП}/\text{В}, \quad (15.4)$$

де В – виторг від реалізації.

Розрахунок цього параметра дає змогу визначити питому вагу чистого прибутку в 1 грн реалізованої продукції. Він є орієнтиром діяльності маркетингового відділу підприємства з просування товару на ринок, оскільки відображає рівень попиту на цю продукцію.

Б. Рентабельність продукції можна розрахувати так:

$$P_{\text{продукції}} = \text{Пр}/\text{СВ}, \quad (15.5)$$

де Пр – валовий прибуток; СВ – собівартість реалізованої продукції.

Значний рівень цього коефіцієнта свідчить про ефективний контроль за собівартістю продукції або про те, що виторг збільшується швидше, ніж витрати на виготовлення продукції.

Ми розглянули показники рентабельності вкладень і рентабельності продажу. До цього можна додати, що в аналізі також широко використовують виявлення взаємозв'язків між цими групами. Це відбувається через показник кількості оборотів капіталу (КОК), який належить до групи показників ділової активності:

$$\text{КОК} = \text{В}/\text{А}. \quad (15.6)$$

У разі використання цього показника взаємозв'язок між рентабельністю активів і рентабельністю продажу виглядає так:

$$P_A = P_{\text{продажу}} \times \text{КОК}. \quad (15.7)$$

Справді, $PA = \text{ЧП}/A$. Якщо помножити й поділити чисельник і знаменник на виторг від реалізації B , то отримаємо, згідно з формулами (15.4) та (15.6): $P_A = (\text{ЧП} \times B) / (A \times B) = (\text{ЧП}/B) \times (B/A) = P_{\text{продажу}} \times \text{КОК}$.

Отже, основними напрямками підвищення загального рівня рентабельності є підвищення рентабельності продажу і збільшення кількості оборотів капіталу. Того самого рівня загальної рентабельності можна досягти за допомогою різних комбінацій $P_{\text{продажу}}$ та КОК. На виробничих підприємствах рівень загальної рентабельності забезпечений порівняно високою рентабельністю продажу за порівняно невеликої кількості оборотів капіталу. Це пов'язано зі значними вкладеннями в основний капітал і досить тривалим виробничим циклом. На торговельних підприємствах необхідний рівень рентабельності забезпечений завдяки великій кількості оборотів капіталу за низької рентабельності продажу. Ділення загальної рентабельності на два окремі показники дає змогу з більшою точністю визначити причину зменшення її рівня та способи подолання негативних явищ на підприємстві.

Показники ділової активності.

Ця група показників допомагає вивчити механізм і визначити ефективність використання ресурсів на підприємстві, тобто демонструє рівень майстерності керівників і фахівців підприємства у використанні його майна. До цієї групи належать головню коефіцієнти оборотності, які дають змогу оцінити швидкість перетворення ресурсів у грошову форму, що безпосередньо впливає на платоспроможність і відображає підвищення виробничо-технічного потенціалу підприємства.

Перший і найбільш загальний показник ділової активності ми розглянули вище (формула (15.6)) в ході визначення взаємозв'язку між рентабельністю активів і рентабельністю продажу. Це показник кількості оборотів капіталу. Він характеризує ефективність використання підприємством усіх наявних ресурсів незалежно від джерел їхнього залучення, тобто відображає, скільки разів за аналізований період відбувається повний цикл виробництва й обороту, який дає відповідний ефект у вигляді прибутку, або скільки одиниць реалізованої продукції дала кожна одиниця активів. Чим вищі значення цього показника, тим інтенсивніше використовують основні й оборотні фонди підприємства.

За допомогою показника, що характеризує кількість оборотів власного капіталу (КОВК), можна оцінити різні аспекти діяльності підприємства: з комерційного погляду він демонструє надлишок або нестачу продажу, з фінансового – швидкість обороту власного капіталу, з економічного – активність використання грошових коштів власника. Формула для розрахунку КОВК виглядає так:

$$\text{КОВК} = B/BK. \quad (15.8)$$

До цієї групи належать ще такі показники.

1. Кількість оборотів дебіторської заборгованості (КОДЗ) та період обертання дебіторської заборгованості (ПОДЗ):

$$\text{КОДЗ} = \text{В/ДЗ}, \quad (15.9)$$

$$\text{ПОДЗ} = (\text{ДЗ/В}) \times 360, \quad (15.10)$$

де ДЗ – дебіторська заборгованість.

2. Кількість оборотів кредиторської заборгованості (КОКЗ) та період обертання кредиторської заборгованості (ПОКЗ):

$$\text{КОКЗ} = \text{В/КЗ}, \quad (15.11)$$

$$\text{ПОКЗ} = (\text{КЗ/В}) \times 360, \quad (15.12)$$

3. Коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості

$$k_3 = \text{КОКЗ/КОДЗ} = \text{ДЗ/КЗ}. \quad (15.13)$$

КОДЗ характеризує, скільки разів дебіторська заборгованість перетворювалась у грошові кошти протягом аналізованого періоду. КОКЗ відображає, скільки оборотів треба компанії для оплати виставлених на неї рахунків і векселів. Зіставлення цих двох показників дає змогу порівняти умови комерційного кредитування, які сформовані для підприємства у його партнерів, з аналогічними умовами, створеними підприємством для партнерів. Показник k_3 демонструє співвідношення грошового капіталу, який відволікають з обороту, і того, який залучений в оборот як джерело фінансування поточних платежів. Якщо зазначене співвідношення дорівнює одиниці, то це вважають нормальним станом розрахунків для підприємства.

Показники ліквідності.

Фінансовий менеджер, аналізуючи рентабельність і ділову активність підприємства, ще не може з упевненістю стверджувати, що це підприємство застраховане від неплатоспроможності й банкрутства, оскільки висока прибутковість не завжди означатиме надійність перед кредиторами. Оцінка ліквідності й платоспроможності дає змогу це визначити і доповнює фінансовий аналіз.

Під ліквідністю підприємства розуміють його здатність розрахуватися за фінансовими зобов'язаннями з наявних активів, що можуть бути використані для погашення боргів, тобто ліквідність – це швидкість перетворення активів підприємства в готівкову форму [2, с. 259]. Якщо стан розміщення позичених підприємством фінансових ресурсів відповідає умовам ліквідності, то воно гарантоване від банкрутства. Для цього термін перетворення активів підприємства в грошову форму має відповідати термінам погашення зобов'язань.

З метою проведення аналізу доцільно класифікувати активи підприємства за ступенем їхньої ліквідності (рис. 15.2) та пасиви підприємства за термінами їхнього погашення (рис. 15.3).

Для підтримки високого рівня ліквідності підприємства повинні виконуватись такі співвідношення: 1) $АЛА \leq КЗ$, 2) $ВЛА \leq КП$, 3) $СЛА \leq ДП$, 4) $ФА \geq ПП$.

Очевидно, що забезпечення перших трьох співвідношень гарантує виконання четвертого, яке означає наявність у підприємства власних коштів для реалізації безперерйного процесу відтворення. У реальній економічній ситуації порушення одного або двох співвідношень ще не означає повної втрати ліквідності, оскільки нестачу коштів в одній групі активів можна компенсувати їхнім надлишком в іншій, бо активи мають властивість переходити з наближенням термінів їхнього погашення з менш ліквідної форми в більш ліквідну.

Згідно з “золотим правилом балансу”: $ПП \geq 0,5-0,7 ФА$. Другий варіант цього правила потребує, щоб $ПП + ДП \geq ФА$, а ширша інтерпретація “золотого правила”, – щоб $ПП + ДП \geq ФА + СЛА$ [8, с. 73].



Рис. 15.2. Класифікація активів за ступенем їхньої ліквідності

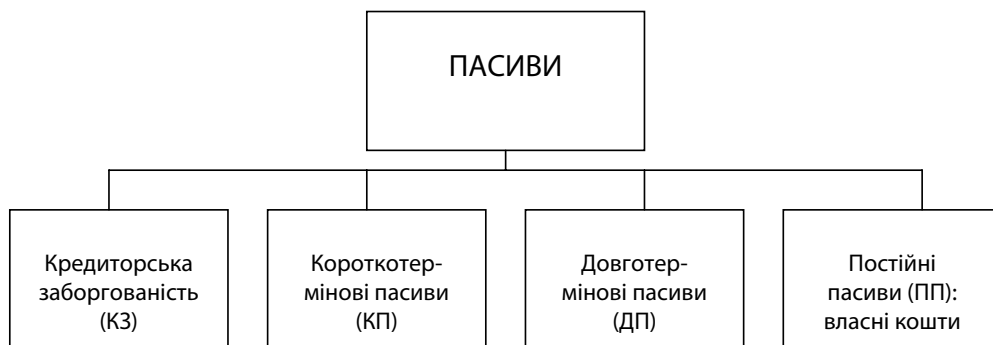


Рис. 15.3. Класифікація пасивів за термінами їхнього погашення

Розраховують такі коефіцієнти ліквідності, як співвідношення різних за рівнем ліквідності поточних активів і поточних зобов'язань підприємства.

1. Коефіцієнт абсолютної ліквідності

$$k_{\text{АЛ}} = \text{АЛА} / \text{ПЗ}, \quad (15.14)$$

де ПЗ – поточні зобов'язання (кредиторська заборгованість і короткотермінові пасиви).

Це найжорсткіший критерій ліквідності. Він відображає, яку частину поточних зобов'язань підприємство може погасити негайно. Нижня межа цього коефіцієнта – 0,2. Деякі автори вважають, що на сучасному етапі для українських підприємств обов'язковою умовою ефективного функціонування є встановлення нижньої межі цього коефіцієнта на рівні 0,25.

2. Коефіцієнт швидкої ліквідності

$$k_{\text{ШЛ}} = (\text{АЛА} + \text{ВЛА}) / \text{ПЗ}. \quad (15.15)$$

Орієнтовне значення цього показника – 1, іноді допустимим вважають 0,8 і навіть 0,7. Цей коефіцієнт визначає спроможність фірми в разі зменшення обсягів реалізації покрити свої зобов'язання перед кредиторами. Якщо значення $k_{\text{ШЛ}}$ більше 1, то це характеризує низький рівень фінансового ризику і непогані потенційні можливості для залучення додаткових фінансових ресурсів збоку.

3. Загальний коефіцієнт ліквідності

$$K_{\text{Л}} = \text{ПА} / \text{ПЗ}. \quad (15.16)$$

Цей коефіцієнт відображає, чи здатне підприємство з наявних коштів, мобілізації боргів на свою користь, реалізації запасів та інших активів задовольнити вимоги кредиторів (постачальників, банків, бюджету тощо) з наближенням термінів

їхньої оплати. Уважають, що для нормального функціонування підприємства цей показник має бути близьким до 2. Якщо загальний коефіцієнт ліквідності виявився меншим, ніж це потрібно, то ухвалюють рішення про конвертацію частини фіксованих активів у поточні, наприклад, унаслідок продажу незавершеного капітального будівництва, або про розширення довгострокових пасивів, наприклад, унаслідок отримання позики під заставу будівель. Можливе також створення нових фондів завдяки залученню довгострокового акціонерного капіталу.

Ситуація, коли загальний коефіцієнт ліквідності перевищує 3, не завжди означає лише високий ступінь ліквідності підприємства, оскільки може свідчити й про те, що підприємство має більше коштів, ніж воно може ефективно використати. Крім того, надлишкове залучення фінансових ресурсів потребує додаткових витрат на обслуговування боргу [3, с. 332].

Показники платоспроможності та фінансової стійкості.

Під платоспроможністю підприємства розуміють його здатність виконувати зовнішні зобов'язання, використовуючи власні активи. Іншими словами, платоспроможність – здатність підприємства витримувати збитки. Їх покривають передусім з власного капіталу, тому для забезпечення фінансової стійкості підприємства треба, щоб активи перевищували залучений капітал, тобто власний капітал мав позитивне значення. Якщо розмір збитків особливо великий, то їх покривають з залученого капіталу. У такому випадку залучений капітал перевищує активи, і підприємство вважають неплатоспроможним.

Показники платоспроможності називають іноді показниками структури капіталу. Вони характеризують ступінь захищеності інтересів кредиторів та інвесторів, які мають довготермінові вкладення в підприємство.

Найперше розраховують загальний коефіцієнт платоспроможності K_{Π} , або коефіцієнт концентрації власного капіталу:

$$K_{\Pi} = BK/A. \quad (15.17)$$

Цей коефіцієнт характеризує співвідношення інтересів власників підприємства і його кредиторів, тобто частку власності самого підприємства у загальній сумі коштів, інвестованих у його діяльність. Показник K_{Π} потрібно підтримувати на досить високому рівні для забезпечення стабільності фінансової структури капіталу і захищеності від великих втрат у періоди спаду ділової активності. Його рекомендоване значення – 0,6.

Розраховують також обернений показник до загального коефіцієнта платоспроможності – коефіцієнт фінансової залежності $k_{\Phi 3}$. Якщо значення цього показника наближається до 1, то це означає, що власники повністю фінансують підприємство.

Коефіцієнт концентрації позиченого капіталу $k_{\Pi K}$ відображає частку позикового капіталу в джерелах фінансування і доповнює коефіцієнт платоспроможності до одиниці, тому його рекомендоване значення – 0,4:

$$k_{ПК} = ПК/А, \quad (15.18)$$

де ПК – позиковий капітал.

Якщо цей коефіцієнт сягає 0,5 і вище, то вважають, що підприємство перебуває в складному фінансовому становищі, кредитори мають підстави вважати вкладення в таке підприємство ризикованими [2, с. 263].

Взаємозв'язок між показниками трьох досліджених нами груп (показники рентабельності, ділової активності та платоспроможності) демонструє так звана Дюпон-формула, яку можна записати у такому вигляді:

$$РВК = P_{\text{продажу}} \times \text{КОК} \times k_{\text{ФЗ}}, \quad (15.19)$$

Справді, з формул (15.2), (15.4), (15.6), (15.17) одержуємо: $РВК = ЧП/ВК$, $P_{\text{продажу}} = ЧП/В$, $\text{КОК} = В/А$, $k_{\text{ФЗ}} = А/ВК$, отже, $ЧП/ВК = (ЧП/В) \times (В/А) \times (А/ВК)$.

Як бачимо, рентабельність власного капіталу залежить від рентабельності продажу (прибутку на одиницю реалізованої продукції), коефіцієнта оборотності капіталу та коефіцієнта фінансової залежності (частки фінансування активів з власного капіталу). Для кожного конкретного випадку ця формула дає змогу визначити чинник, який найбільше впливає на рентабельність власного капіталу.

Група показників фінансової стійкості тісно пов'язана і доповнює систему показників платоспроможності, оскільки оцінка фінансової стійкості підприємства має на меті аналіз розміру та структури активів і пасивів підприємства, а також визначення на цій підставі міри його фінансової стабільності й незалежності. Фінансова стійкість є комплексним і найважливішим критерієм, який характеризує фінансовий стан підприємства.

Розраховують такі основні показники фінансової стійкості.

1. Коефіцієнт фінансового левериджу $k_{\text{ФЛ}}$ та коефіцієнт структури позикових коштів $k_{\text{СП}}$:

$$k_{\text{ФЛ}} = ДП/ВК, \quad (15.20)$$

$$k_{\text{СП}} = ДП/ПК, \quad (15.21)$$

де ДП – довготермінові пасиви.

На підставі граничних значень коефіцієнта концентрації власного капіталу і коефіцієнта концентрації позиченого капіталу (0,6 та 0,4) з формул (15.17) та (15.18) одержимо

$$А = ВК/0,6$$

$$ПК = 0,4 \times А, \quad ПК = ДП + КП = 0,4 \times А,$$

де КП – короткотермінові пасиви.

При $КП = 0$: $ПК = ДП = 0,4 \times А = 0,4 \times ВК/0,6 = 0,67 \times ВК$, тоді $ДП/ВК = 0,67$, а $ДП/ПК = 1$. Отже, $k_{\text{ФЛ}} = ДП/ВК \leq 0,67$, а $k_{\text{СП}} = ДП/ПК \leq 1$.

Оптимальні значення цих показників визначають індивідуально для кожного підприємства залежно від специфіки його діяльності та структури джерел фінансування.

2. Коефіцієнт фінансової стабільності $k_{\text{ФС}}$ та коефіцієнт співвідношення позикових і власних коштів $k_{\text{ПВ}}$, або коефіцієнт незалежності:

$$k_{\text{ФС}} = \text{ВК/ПК}, \quad (15.22)$$

$$k_{\text{ПВ}} = 1/k_{\text{ФС}} = \text{ПК/ВК}. \quad (15.23)$$

Рекомендоване значення $k_{\text{ФС}} - 1$ і більше, $k_{\text{ПВ}} -$ не більше 1. Зростання в динаміці показника $k_{\text{ПВ}}$ (або зменшення $k_{\text{ФС}}$) свідчить про посилення залежності підприємства від кредиторів, тобто зменшення його фінансової стійкості.

Отже, ми розглянули чотири основні групи показників, які використовують у ході фінансового аналізу на підприємстві.

Однак одержані внаслідок аналізу значення показників часто не дають змоги вичерпно відповісти на запитання стосовно ймовірності банкрутства суб'єкта господарювання, оскільки частина показників може не виходити за межі, що відповідають нормальному фінансовому стану підприємства, а інші виявляться у критичній зоні. Отже, виникає потреба створення певної комбінації показників та аналізу отриманої моделі. Такий метод для діагностики фінансового стану підприємства використовували Спрінгейт, Е. Альтман (США), Р. Лис, Таффлер, Тишоу (Велика Британія), М. Гольдер, Конан (Франція). Його зміст полягає в тому, що, використовуючи емпіричні дослідження фінансових показників великої кількості підприємств з різним рівнем фінансової стабільності, за допомогою математично-статистичних методів будують функцію і розраховують інтегральний показник, який дає змогу з певним ступенем імовірності передбачити банкрутство суб'єкта господарювання. Цей інтегральний показник містить низку фінансових коефіцієнтів, помножених на їхні ваги. Граничні значення коефіцієнтів та їхні ваги можна визначити індивідуально залежно від специфіки діяльності підприємства, а також від макроекономічної ситуації в країні [9, с. 384].

Моделі зарубіжних дослідників розроблені для умов, відмінних від тих, у яких функціонують суб'єкти господарювання в Україні. Різниця полягає і в темпах інфляції, і в фазах ділового циклу, і в податковому кліматі, і в особливостях організації виробництва (його фондо-, енерго-, трудомісткості). Отже, для їх застосування українськими підприємствами ці моделі потрібно суттєво відкоригувати. З методичного погляду перешкод для цього немає. Проблеми виникають з інформаційною базою для розробки такої моделі, оскільки портрет вітчизняного підприємства-банкрута в кожному випадку має більше індивідуальних, специфічних рис, ніж спільних ознак, які лягли в основу цієї моделі.

15.2. Форми і методи фінансової санації підприємств

Функціонування підприємств у період, коли стан економіки України недостатньо стабільний, стає причиною виникнення певних ускладнень у процесі досягнення ними прибутковості. Сьогодні велика кількість суб'єктів господарювання часто опиняється у кризовому становищі. Для подолання зазначених явищ на підприємствах, відновлення їхньої життєздатності з метою запобігання банкрутству і ліквідації вживають низку заходів, які визначають в економічній літературі як санаційні. Хоча банкрутство є механізмом оптимального розподілу ресурсів для підвищення ефективності економіки країни, коли воно набуває масового характеру, то це спричиняє макроекономічну нестабільність. Саме тому дослідження питань, пов'язаних з проведенням санації підприємств, надзвичайно актуальні.

Санація – одна з найважливіших ланок економічної політики держави, за допомогою якої можна подолати загальноекономічну кризу, забезпечити економічне зростання та збалансування макроструктури. Отож, якщо є підстави вважати, що економічне становище підприємства не зовсім безнадійне і вжиття певних заходів допоможе досягнути достатнього рівня фінансової стабільності для продовження діяльності, то такі заходи треба запровадити. Це надасть боржнику можливість самозбереження, кредиторам – шанси повернення кредитів у повному обсязі, збереже господарські зв'язки в економіці, держава не втратить платника податків, працівники – робочих місць.

Механізм санації в рамках провадження у справі про банкрутство розглянуто у 15.3, а у цьому параграфі дослідимо досудові санаційні заходи, спрямовані на запобігання банкрутству.

Термін "санація" походить від лат. *sanare* – оздоровлення або лікування. З економічного погляду, санація – це сукупність заходів, які проводять на підприємстві за участю всіх зацікавлених суб'єктів з метою його оздоровлення, повного виходу з кризи і забезпечення стабільних прибутковості та конкурентоспроможності. Такими заходами є фінансово-економічні, виробничо-технічні, організаційно-правові та соціальні.

Фінансово-економічні заходи в рамках процедури санації посідають особливе місце в процесі її реалізації та відображають фінансові відносини, які виникають під час мобілізації і використання внутрішніх та зовнішніх джерел оздоровлення підприємства. Санацію підприємства можна проводити за кошти власників і за кошти кредиторів чи третіх осіб (держави, банків тощо). Цілісне уявлення про етапи проведення санації створює модель, яка зображена на рис. 15.4.

Відповідно до цієї моделі, рішення про санацію ухвалюють на основі проведення *санаційного аудиту*, у рамках якого насамперед визначають ендогенні та екзогенні причини кризового стану на підприємстві. З окресленням кола основних чинників кризи тісно пов'язаний подальший аналіз фінансового стану на підставі первинної інформації (бухгалтерських документів, фінансових планів тощо).

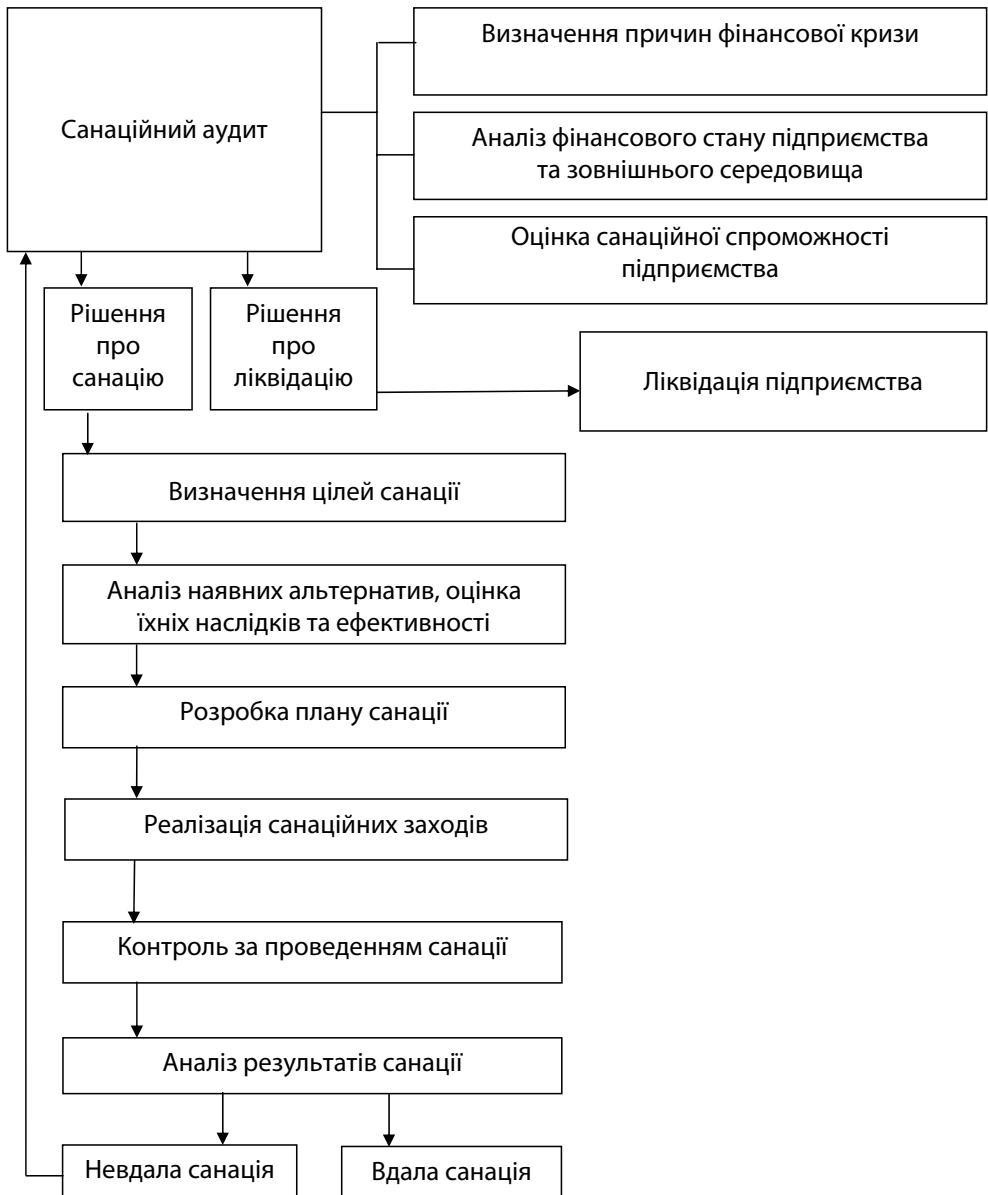


Рис. 15.4. Модель санації підприємства

Поряд з цим треба також використовувати зовнішні джерела інформації: статистичні дані, які характеризують діяльність тієї чи іншої галузі та господарства, матеріали засобів масової інформації, висновки незалежних експертів, нормативні документи тощо.

У ході проведення санаційного аудиту доцільно використовувати різноманітні методи та інструменти, серед яких такі: вартісний аналіз, факторний аналіз відхилень, методи прогнозування (метод ланцюгових підстановок, екстраполяції, множинної регресії, метод побудови кривої тренду, розробки сценаріїв), методи моделювання та оцінки можливих наслідків, аналіз сильних і слабких ланок (SOFT-аналіз), портфельний аналіз, маркетинговий аналіз, експертні методи, опитування (анкетування) співробітників тощо.

Отримані внаслідок санаційного аудиту дані дають змогу зробити висновок про глибину кризи на підприємстві та про доцільність або недоцільність санації цієї господарської одиниці. Отже, санаційний аудит, як окремий напрям фінансового аналізу, проводять з метою оцінки санаційної спроможності підприємства. Він є інструментом зменшення інформаційного ризику для інвесторів, які беруть участь у санації неспроможного підприємства [6, с. 57].

Основні етапи санаційного аудиту:

- ідентифікація даних (збирання інформації);
- експертиза даних (аналітичний етап);
- висновки;
- вироблення рекомендацій.

Санаційна спроможність є основним критерієм ухвалення рішення про санацію чи ліквідацію підприємства, оскільки вона визначена можливостями підприємства відновити діяльність.

Санаційна спроможність – це наявність у підприємства, яке перебуває у кризі, фінансових, організаційно-технічних і правових можливостей, які визначають його здатність до успішного проведення санації [7, с. 76].

До загальних передумов санаційної спроможності належать:

- 1) наявність у підприємства стійких ринкових позицій і можливостей збільшення обсягів реалізації;
- 2) наявність конкурентних переваг;
- 3) наявність виробничого і кадрового потенціалу;
- 4) наявність реальної і дієвої санаційної концепції.

Санаційно спроможним підприємство буде тоді, коли очікувана вартість майбутніх активів за умов успішної санації перевищуватиме вартість ліквідаційної маси підприємства перед проведенням санації.

Аналіз альтернативних сценаріїв розвитку подій на підприємстві під час реалізації антикризових заходів дає змогу обрати найефективніший план санації.

Відповідно до визначеної мети і результатів аналізу альтернатив фінансові служби підприємства або незалежні експерти розробляють план санації, тобто систему взаємопов'язаних заходів, спрямованих на вихід підприємства з кризи. У цьому разі виконують техніко-економічне обґрунтування, розрахунок обсягів фінансових ресурсів, потрібних для реалізації санації, визначають способи їхньої мобілізації та терміни окупності інвестицій. Важливими складовими плану санації

є оцінка ефективності санаційних заходів та прогнольні результати виконання проекту.

Об'єктами планування стають виробничі, трудові, фінансові ресурси підприємства і процеси господарської діяльності.

Типова структура плану санації.

Розділ 1. Загальна характеристика підприємства (назва підприємства, юридична адреса, вид діяльності, організаційно-правова форма господарювання, банківські реквізити тощо).

Розділ 2. Короткі відомості про план фінансового оздоровлення (основна ідея плану, сума необхідних фінансових ресурсів для реалізації плану, термін реалізації плану і термін окупності інвестицій).

Розділ 3. Результати санаційного аудиту (аналіз причин кризи, оцінка зовнішнього середовища, результати фінансового аналізу, а також інші вхідні параметри (ресурсний потенціал, часові обмеження тощо)).

Розділ 4. Санаційні заходи.

1. План маркетингу. Визначають схему реалізації продукції, методи стимулювання попиту, політику ціноутворення, надають пропозиції щодо отримання конкурентних переваг, освоєння нових ринків чи нових видів продукції, розраховують можливий обсяг реалізації.
2. План виробництва і капіталовкладень. На підставі запланованого обсягу реалізації визначають план виробництва як за кількістю, так і за вартістю у прогнозованих цінах; необхідні виробничі потужності, витрати, пов'язані з їхнім відновленням (реконструкція, модернізація) чи придбанням нового обладнання; характеризують виробничий процес, технологію виробництва, пропонують нововведення (інновації) і затрати на їхню реалізацію.
3. Організаційний план. Тут розглядають можливості реорганізації підприємства з урахуванням вимог антимонопольного законодавства, формують пропозиції щодо вдосконалення організаційної структури підприємства, оптимізації управлінського та кадрового складу, розглядають можливості зменшення кількості працівників.
4. Фінансовий план. Поєднує і підсумовує у вартісному вираженні попередні підрозділи. Він є зведеним балансом активів і пасивів підприємства, надходжень і витрат на період реалізації санації. Тут визначають загальну потребу в капіталі для проведення санації, шляхи мобілізації фінансових ресурсів, уточнюють терміни реалізації плану і терміни окупності інвестицій, наводять графік розрахунків з кредиторами.

Розділ 5. Форми та механізм контролю за реалізацією плану з боку зацікавлених осіб.

Розділ 6. Програма управління ризиками.

Розділ 7. Очікувані результати санації та оцінка ефективності санаційних заходів.

Обов'язковою умовою для успішної реалізації плану санації є правильна оцінка потреби у фінансових ресурсах для її проведення, відповідність заходів з мобілізації цих ресурсів реальній ситуації, що склалася (вірогідність отримання санаційних кредитів, можливості розміщення емітованих цінних паперів, реструктуризація наявних боргів, імовірність проведення санації за допомогою державної фінансової підтримки).

Потреба в капіталі – це виражена в грошовому еквіваленті потреба підприємства у грошових і матеріальних засобах, необхідних для виконання поставлених цілей і забезпечення фінансової рівноваги [7, с. 106].

Витрати підприємства поділяють на:

- 1) капітальні витрати (ті, що пов'язані з підготовкою та організацією виробництва);
- 2) поточні витрати (ті, що пов'язані з веденням і обслуговуванням виробництва).

Кошти, необхідні для фінансування капітальних витрат, називають інвестиційним капіталом, а кошти для поточних витрат – оборотним капіталом. Крім оборотного та інвестиційного капіталу, до загальної потреби в капіталі включають також потребу в капіталі для обслуговування залученого капіталу (дивіденди, відсоткові платежі), для повернення залучених коштів (погашення кредитів, повернення часток засновникам), для проведення розрахунків з бюджетом за податковими і іншими обов'язковими платежами.

Отже, загальна потреба в капіталі = потреба в інвестиційному капіталі + потреба в оборотному капіталі + інші види потреб у капіталі – очікуваний обсяг виторгу від реалізації окремих активів (реструктуризація активів) +/- грошовий потік, який очікують на період проведення санації.

На потребу в інвестиційному капіталі впливають такі чинники:

- виробнича програма підприємства;
- вартість машин, обладнання, устаткування, що заплановано придбати;
- вартість модернізації основних фондів;
- розмір підприємства;
- правова форма організації бізнесу;
- сфера діяльності;
- місце розташування підприємства;
- термін окупності інвестицій.

На потребу в оборотному капіталі впливають такі чинники:

- обсяг виробництва і реалізації продукції;
- умови постачання підприємства товарно-матеріальними цінностями (кількість постачальників, терміни поставок, форми і терміни розрахунків);
- організація процесу виробництва (тривалість виробничого циклу, розмір витрат на виробництво, номенклатура продукції);
- умови реалізації продукції (кількість споживачів готової продукції, їхня віддаленість і форми розрахунків, які використовують).

Як уже зазначено, санацію можна проводити як за власні кошти підприємства, так і за кошти інвесторів. У першому випадку це внутрішня санація, у другому – зовнішня. Окремо виділяють санацію підприємств за допомогою державної фінансової підтримки на поворотній або безповоротній засадах. Крім того, держава може використовувати непрямі методи сприяння санації, а саме: податкові пільги, державні гарантії кредитів, створення особливих умов підприємницької діяльності, наприклад, сприятлива амортизаційна політика тощо. Розглянемо конкретні заходи, які використовують у рамках внутрішньої, зовнішньої санації та санації за допомогою державної підтримки.

Внутрішня санація дає змогу зменшити залежність підприємства від зовнішніх інвесторів. Її реалізація передбачає вжиття заходів із мобілізації внутрішніх резервів на підприємстві, що можна досягати як збільшенням вхідних грошових потоків на підприємстві, так і зменшенням вихідних грошових потоків.

Збільшення вхідних грошових потоків може відбуватися або завдяки збільшенню виторгу від реалізації продукції, або внаслідок реструктуризації активів підприємства.

Розмір виторгу від реалізації залежить від двох основних чинників:

- обсягу реалізації продукції;
- ціни одиниці продукції.

На ці чинники підприємство впливає, активізуючи маркетингову політику. Активізація може відбуватися у різних, інколи протилежних, напрямках. І це залежить від обраної підприємством тактики (підприємство може збільшити ціну продукції або, навпаки, запропонувати знижки покупцям для стимулювання попиту, може припинити рекламу для зменшення витрат або розширити для укріплення ринкових позицій).

Вибору цих інструментів передує ґрунтовний аналіз ринкового середовища, а саме:

- аналіз конкурентів;
- визначення ринкової ніші підприємства;
- аналіз конкурентоспроможності продукції, яку виготовляють;
- аналіз кола можливих покупців;
- вивчення реакції підприємства на коливання ринкової кон'юнктури.

На підставі аналізу відбувається вибір цільового сегмента ринку, а також позиціонування товару на ринку.

Комплексна маркетингова політика, яку розробляє підприємство, має охоплювати систему стимулювання попиту, схему поширення товару (наближення місць продажу до потоків споживачів), визначення асортиментного ряду продукції, методів ціноутворення, систему післяпродажного обслуговування, визначення форм і методів реклами.

Реструктуризація активів пов'язана зі зміною структури активів балансу і передбачає вжиття заходів із переведення їх у більш ліквідну форму. Такими заходами є:

- 1) продаж частини основних фондів, яка не бере участі у виробничому процесі;
- 2) передача в оренду основних фондів, які неповною мірою задіяні у виробничому процесі;
- 3) продаж основних фондів, які задіяні у виробничому процесі з подальшим отриманням їх в оренду в нового власника (зворотний лізинг);
- 4) лізинг основних фондів;
- 5) продаж надлишкових запасів товарно-матеріальних цінностей;
- 6) ліквідація портфеля короткострокових фінансових вкладень;
- 7) реалізація корпоративних прав інших підприємств;
- 8) ліквідація дебіторської заборгованості, рефінансування дебіторської заборгованості (факторингові операції, облік векселів, форфейтинг, примусове стягнення зі зверненням до суду).

Важливим фінансовим інструментом санації є лізинг основних фондів та зворотний лізинг, результат використання яких – зміни у структурі активів і пасивів підприємства. Лізинг – це здавання в оренду на тривалий термін предметів довгострокового користування. З метою реструктуризації активів підприємство може бути в лізинговій угоді і як орендар, і як орендодавець. У першому випадку лізинг дає змогу модернізувати обладнання, якщо немає потрібних фінансових ресурсів. Крім того, орендні платежі за використання лізингового майна належать до витрат виробництва і знижують в орендаря розмір оподаткованого прибутку. Другий варіант дає змогу підприємству ефективніше використовувати основні фонди, які тимчасово не потрібні, не беруть участі у виробничому процесі, але є на балансі підприємства і з певної причини не можуть бути швидко та без втрат реалізовані.

Проведення операції зворотного лізингу полягає у продажі основних фондів з одночасним зворотним отриманням їх в оперативну оренду, що дає змогу підприємству вивільнити частину власного капіталу. З цієї ж метою можна використовувати такий метод реструктуризації грошових потоків підприємства, як прискорена амортизація основних фондів, яка допоможе збільшити грошові надходження у формі амортизаційних відрахувань. Лізинг поділяють на фінансовий та оперативний. Перший різновид передбачає виплату орендарем за час дії лізингової угоди орендодавцю всього розміру амортизації орендованого майна. Угоду про оперативний лізинг укладають на термін, менший від періоду амортизації орендованого майна.

Система управління дебіторською заборгованістю потребує оперативного аналізу та контролю за такими параметрами:

- час обертання коштів у дебіторській заборгованості;
- структура дебіторів;
- схеми розрахунків з покупцями;
- схеми контролю за виконанням платіжної дисципліни партнерами;
- заходи, що їх застосовують до покупців, які не виконують своїх зобов'язань.

Фінансовий менеджер підприємства повинен докласти максимум зусиль для переведення дебіторської заборгованості у більш ліквідні форми. Поряд з рефінансуванням дебіторської заборгованості на підприємстві в порядку реструктуризації активів доцільно швидко реалізувати неефективні фінансові вкладення. Безперечно, повністю запобігти вкладенню ресурсів у неприбуткові проекти важко. Завжди є ризик, що інвестор недоотримає очікуваного доходу, проте треба вживати відповідних заходів для мінімізації ризику, наприклад, проводити комплексну оцінку фінансового стану підприємства, в яке планують вкласти кошти, диверсифікувати вкладення за напрямками і термінами тощо. Фінансові менеджери повинні своєчасно визначити, що той чи інший напрям вкладень стає нерентабельним, і відповідно відреагувати на це.

Можливості впливу підприємства на обсяги вихідних грошових потоків обмежені зменшенням собівартості продукції, а також усіх витрат, джерелом покриття яких є прибуток (у тому числі скорочення реальних і фінансових інвестицій).

Заходи зі зменшення вихідних грошових потоків можуть бути такі:

- 1) скорочення витрат на виробництво і реалізацію продукції завдяки вдосконаленню процесу виробництва, реорганізації маркетингових служб, зменшення управлінського персоналу;
- 2) скорочення рівня витрат товарів у процесі їхнього зберігання, передпродажної підготовки та реалізації;
- 3) удосконалення управління товарними запасами (скорочення часу їхнього зберігання і підтримка обсягів запасів на нормативному рівні);
- 4) тимчасове скорочення обсягів капіталовкладень і витрат на капітальний ремонт;
- 5) відтермінування виплати дивідендів і винагород за виробничий результат.

Щоб систематизувати роботу, спрямовану на пошук резервів зниження витрат, їх доцільно згрупувати за певними ознаками, щоб плани ощадливого використання ресурсів розробляти за відповідними видами витрат і місцями їхнього виникнення.

Резерви економії ресурсів і зменшення витрат виявляють під час їхнього планування й аналізу відхилень фактичних показників від запланованих. Одним із методів скорочення витрат виробництва є ZBB (zero-base-budgeting, нуль-базис-бюджетування). Це метод економії витрат виробництва, суть якого полягає у відмові від екстраполяції минулих даних про витрати на майбутні періоди. Планові показники за кожною статтею витрат розраховують на підставі нового обчислення всіх нормативів витрат, а також їхнього складу. Так визначають новий оптимальний рівень валових витрат, у цьому разі розглядають можливості економії за кожною статтею витрат, окреслюють пріоритетні напрями використання ресурсів.

Розглянемо способи реалізації зовнішньої санації. Серед них виділяють такі основні:

- залучення додаткових позик;
- дво- або багатосторонній взаємозалік;

- пролонгація або реструктуризація заборгованості (зміна норми та виду позикового відсотка, форми погашення та забезпечення позики, порядку нарахування штрафних санкцій);
- отримання поступок кредиторів під забезпечення боргу;
- емісія облігацій;
- збільшення статутного фонду;
- конверсія боргу у власність (придбання корпоративних прав в обмін на боргові зобов'язання);
- конверсія власності в борг;
- фінансова допомога персоналу.

Кредитори погодяться брати участь в оздоровленні підприємства за умов задоволення їхніх претензій у майбутньому чи для отримання джерела збуту своєї продукції або поставок сировини для свого виробництва. Мотивацією може бути участь у прибутках цього підприємства. Кредитори можуть надати підприємству фінансові ресурси на умовах позики чи на безповоротних засадах, однак основний потенціал їхньої участі в санації – застосування різних методів реструктуризації заборгованості.

Реструктуризація заборгованості підприємства – комплекс організаційно-економічних заходів, спрямованих на зміну якісних і кількісних параметрів наявної заборгованості підприємства [4, с. 397].

Зміна якісних параметрів передбачає передусім перегляд основних умов надання позики, а саме: термінів погашення заборгованості завдяки відтермінуванню (пролонгуванню) або розстроченню (зміні графіка погашення боргу); розміру та різновиду позикового відсотка внаслідок його зменшення, зміни порядку його нарахування і сплати; форми повернення основної суми боргу (наприклад, заміна грошової форми на матеріальну) тощо. Крім того, якісні зміни в структурі заборгованості відбуваються у разі рефінансування – отримання позики на ліпших умовах у іншого кредитора для погашення старого боргу; обміну боргами – проведення взаємозаліку зустрічних вимог, термін виконання яких настав; придбання у третіх осіб вимог до кредиторів з подальшим взаємозаліком. Кількісних змін досягають погашенням або списанням заборгованості (укладання мирової угоди) і, навпаки, отриманням у позику додаткових фінансових ресурсів.

Сутність методу отримання поступок кредиторів під забезпечення боргу полягає в тому, що оскільки, згідно з законодавством України, права забезпечених кредиторів більші, ніж права “незабезпечених”, то боржник може запропонувати “незабезпеченим” кредиторам переоформити заборгованість у забезпечені зобов'язання в обмін на скорочення суми боргу або інші поступки [4, с. 406].

Стосовно емісії облігацій як заходу з запобігання банкрутству підприємства зазначимо, що зарубіжний досвід доводить ефективність цього методу виходу з кризи. Облігації є видом боргових зобов'язань, що гарантують власнику збереження вкладеного капіталу і фіксований дохід протягом визначеного періоду. Власни-

ки облігацій не є співвласниками підприємства, вони – його кредитори, отже, не мають права брати участь в управлінні підприємством, їхній прибуток не залежить від його прибутків. Тому додатковим стимулом для розміщення облігацій може бути передбачена умовами випуску можливість конвертації облігацій в прості або привілейовані акції – конвертація боргу у власність. Однак інфляційні процеси, що були в економіці України, недосконале законодавство, недовіра суспільства до дискредитованих у минулому державних випусків облігацій ускладнюють розміщення облігацій підприємств на українському фондовому ринку.

У санаційних цілях можна також застосовувати збільшення статутного капіталу завдяки збільшенню кількості акцій або їхньої номінальної вартості. Рішення про збільшення статутного фонду ухвалюють трьома чвертями голосів акціонерів, які беруть участь у зборах. Однак важливо враховувати, що проведення додаткової емісії можливе, згідно з чинним законодавством, лише у випадку, якщо всі раніше випущені акції повністю сплачені за вартістю, не нижчою, ніж номінальна. “Старі” акціонери користуються переважним правом на придбання акцій і можуть заповігти зменшенню своєї частки у статутному фонді.

Аналіз зарубіжної літератури свідчить, що навіть у розвинених країнах, де нормально функціонує фондовий ринок, можливості поповнення капіталу завдяки додатковій емісії акцій для підприємств, які перебувають у кризі, надзвичайно малі. Не можна забувати й про те, що випуск і розміщення на фондовому ринку корпоративних прав потребує досить великих витрат. Тому альтернативним методом збільшення статутного фонду може бути збільшення номінальної вартості акції, коли кожен з акціонерів повинен зробити доплату до нової номінальної вартості або отримати нові акції в обмін на старі у пропорції, що визначена співвідношенням їхніх вартостей. Якщо такі умови не влаштовують акціонера, то емітент зобов’язаний запропонувати варіант викупу його акцій.

Зазначимо, що у випадку ухвалення рішення про збільшення статутного фонду внаслідок зростання номінальної вартості акцій потрібно враховувати, що можливий варіант, коли видатки на викуп акцій у акціонерів, які не виявили бажання доплатити різницю між номінальними вартостями нової та старої акцій, перевищать знаходження від доплат до вищої номінальної вартості акцій, проведених акціонерами, які погодилися з рішенням про збільшення статутного фонду.

Залежно від умов діяльності підприємства та його фінансового стану доцільною може бути також конвертація власності у борг. Таку операцію підприємство проводить за дуже несприятливих обставин. Вона передбачає обмін акцій на боргові зобов’язання, чим оформляють поступовий вихід інвесторів з участі в підприємстві. Для підприємства перевагою є запас часу, який воно отримує для реалізації антикризових заходів.

Участь персоналу в оздоровленні пов’язана з надією зберегти робочі місця. Працівники можуть надати безповоротну фінансову допомогу підприємству, фінансові ресурси на умовах позики, відтермінувати чи відмовитись від виплати

заробітної плати, можуть купити акції підприємства або обміняти заборгованість із заробітної плати на акції підприємства. Метод конверсії заборгованості із заробітної плати в корпоративні права називають АВО. Крім позитивного фінансового результату, він збільшує мотивацію працівників і їхню зацікавленість у результатах діяльності підприємства. Різновидом АВО є МВО (Management Buyout), коли менеджмент купує все підприємство або значний пакет його акцій.

Останній з різновидів санації – санація за допомогою державної підтримки. У системі механізмів управління державною власністю чільне місце посідає антикризове управління, спрямоване на запобігання банкрутству. Головні процедури цього управління такі: моніторинг фінансового стану об'єкта управління, надання державної фінансової підтримки, заміна керівника неплатоспроможного підприємства, проведення обов'язкової приватизації неплатоспроможного підприємства або продаж підприємства [5, с. 298]. Згідно із законодавством, у разі збиткової діяльності підприємств держава, якщо вона визнає їхню продукцію суспільно необхідною, може надавати їм дотації чи інші пільги. Державну підтримку надають насамперед тим суб'єктам господарювання, які можуть її використати з максимальною ефективністю і забезпечити в майбутньому збільшення дохідної частини бюджету.

У зв'язку з реорганізацією центральних і урядових органів державної влади згідно з постановою Кабінету Міністрів України від 28 березня 2011 р. № 346 "Про ліквідацію урядових органів" Державний департамент з питань банкрутства, що попередньо реалізовував державну політику в цій сфері, ліквідовано. Міністерство юстиції України з листопада 2011 р. почало фактично виконувати повноваження центрального органу виконавчої влади з формування і реалізації державної політики у сфері банкрутства.

Міністерство юстиції сформувало нормативно-правову базу, а також створило територіальні органи з питань банкрутства у складі Головних управлінь юстиції в АР Крим, областях, містах Києві та Севастополі.

Згідно з Законом України "Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом", Державний орган з питань банкрутства:

- сприяє створенню організаційно-економічних та інших умов для відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом;
- організовує систему підготовки та перепідготовки арбітражних керуючих;
- визначає вимоги для отримання свідоцтва на право здійснення діяльності арбітражних керуючих;
- формує Єдиний реєстр арбітражних керуючих;
- веде Єдиний реєстр підприємств, щодо яких порушено провадження у справі про банкрутство;
- визначає порядок проведення аналізу фінансового стану підприємств щодо наявності ознак фіктивного банкрутства, доведення до банкрутства, прихованого банкрутства, незаконних дій у разі банкрутства та готує на

запит суду або прокуратури висновки щодо наявності ознак зазначених злочинів;

- визначає типові форми плану санації, мирової угоди та інших типових документів щодо проведення процедур банкрутства, а також методичні рекомендації щодо їхнього проведення.

Як зазначено вище, централізовану санаційну підтримку можна проводити за допомогою прямого бюджетного фінансування на поворотних (бюджетні позики) та безповоротних засадах (субсидії, дотації, викуп акцій підприємств), а також застосуванням непрямих форм державного впливу.

Бюджетні позики можуть бути надані безпосередньо державою або комерційними банками тим підприємствам, гарантом або поручителем яких є держава в особі уряду. Бюджетне фінансування на безповоротних засадах надають лише в окремих випадках підприємствам, діяльність яких пов'язана з особливо важливими суспільними інтересами. Зазначимо, що масове застосування державного фінансування на безповоротних засадах сприяє збільшенню бюджетного дефіциту і може стати причиною негативних зрушень на мікро- та макрорівні.

Непрямими методами державного впливу є:

- дозвіл на тимчасове недотримання антимонопольного законодавства у випадку, якщо його порушують унаслідок реорганізації, придбання активів, створення концернів з метою запобігання банкрутству. Такий дозвіл можуть отримати підприємства, якщо вони доведуть, що їхнє об'єднання дасть змогу повною мірою використати закон ефекту масштабу і знизить собівартість продукції за умови зростання її якісних параметрів. У цьому разі повинно бути забезпечене позитивне сальдо між господарськими вигодами та негативними антиконкурентними наслідками;
- санаційна підтримка фіскального характеру, а саме: списання чи реструктуризація податкових зобов'язань, податкове кредитування, надання цільових податкових пільг, у тому числі кредиторам підприємства для активізації їхньої участі у санації;
- оптимальна амортизаційна політика;
- створення сприятливого інвестиційного клімату в країні тощо.

Отже, ми розглянули найважливіший блок з моделі санації підприємства – реалізацію санаційних заходів.

Наступний крок – контроль за проведенням оздоровчих заходів з метою своєчасного їх коригування, виявлення нових санаційних резервів, а також подолання можливих перешкод, які виникають під час реалізації плану санації. Для виконання такого контролю на підприємстві можуть створювати спеціальний відділ, який виконуватиме оперативний аналіз і пропонуватиме способи підвищення ефективності заходів з оздоровлення підприємства.

Аналіз результатів санації охоплює оцінку фінансового стану оздоровленого підприємства, визначення подальших перспектив його розвитку з урахуванням

досвіду подолання кризових явищ, а також аналіз причин, що зумовили погіршення стану підприємства, з погляду їхнього впливу на діяльність підприємства в конкретний момент і в майбутньому (причини кризи зникли, зменшився їхній вплив, знайдено способи їхнього подолання). У випадку, якщо результати санації незадовільні, то на підставі висновку санаційного аудиту треба ухвалити рішення або про продовження терміну санації, або про ліквідацію підприємства.

15.3. Реалізація процедури банкрутства та розподіл майна боржника

Згідно з Законом України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” *банкрутство* – це визнана господарським судом неспроможність боржника відновити свою платоспроможність за допомогою процедур санації та мирової угоди, погасити у порядку, визначеному законом, грошові вимоги кредиторів не інакше, як через застосування ліквідаційної процедури. Тобто йдеться про визнання судовими органами незадовільним господарського становища фізичної чи юридичної особи на підставі припинення нею розрахунків за зобов’язаннями через нестачу ліквідних активів.

Розглянемо механізм відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом, передбачений законом. Для дослідження використаємо схему процедури банкрутства та складу її учасників, зображену на рис. 15.5.

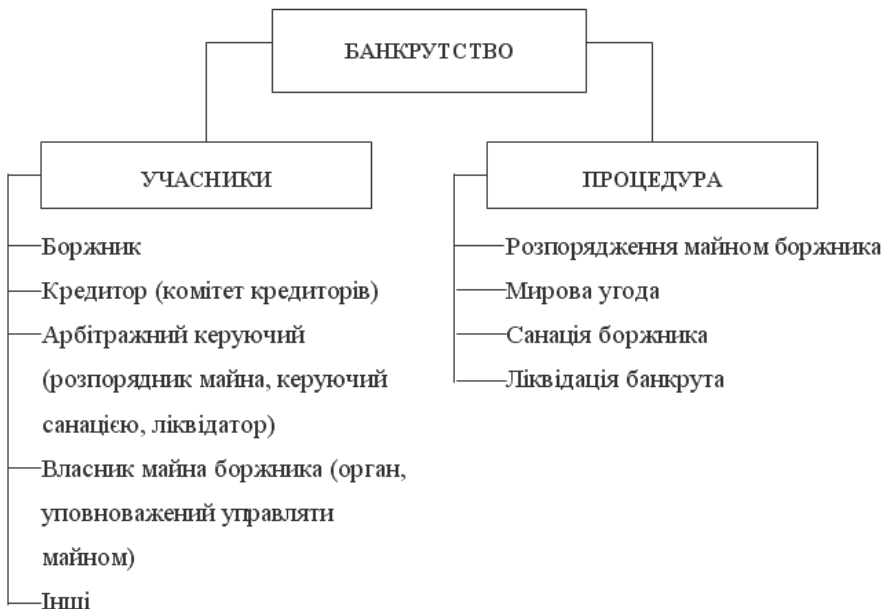


Рис. 15.5. Учасники та процедури банкрутства

З рис. 15.5 бачимо, що учасником процедури банкрутства, крім сторін (боржника і кредиторів), є арбітражний керуючий (розпорядник майна, санатор, ліквідатор) – фізична особа, яка має свідоцтво про право на здійснення діяльності арбітражного керуючого і внесена до Єдиного реєстру арбітражних керуючих України та діє на підставі ухвали господарського суду.

Крім того, учасниками процедури банкрутства можуть бути: власник майна (орган, уповноважений управляти майном) боржника, Фонд державного майна України, Державний орган з питань банкрутства, представник органу місцевого самоврядування, представник працівників боржника.

Процедурами, які застосовують до боржника відповідно до закону, є: розпорядження майном боржника, мирова угода, санація (відновлення платоспроможності боржника), ліквідація банкрута (рис. 15.6).

Отже, справи про банкрутство розглядають господарські суди за місцезнаходженням боржника. Право на звернення з заявою до суду мають як кредитор, так і боржник. Кредитор може зробити це у випадку, якщо його безспірні вимоги до боржника становлять не менше 300 мінімальних розмірів заробітної плати, і вони не задоволені протягом трьох місяців після визначеного для їхнього погашення терміну. Кредитори можуть об'єднати вимоги до боржника.

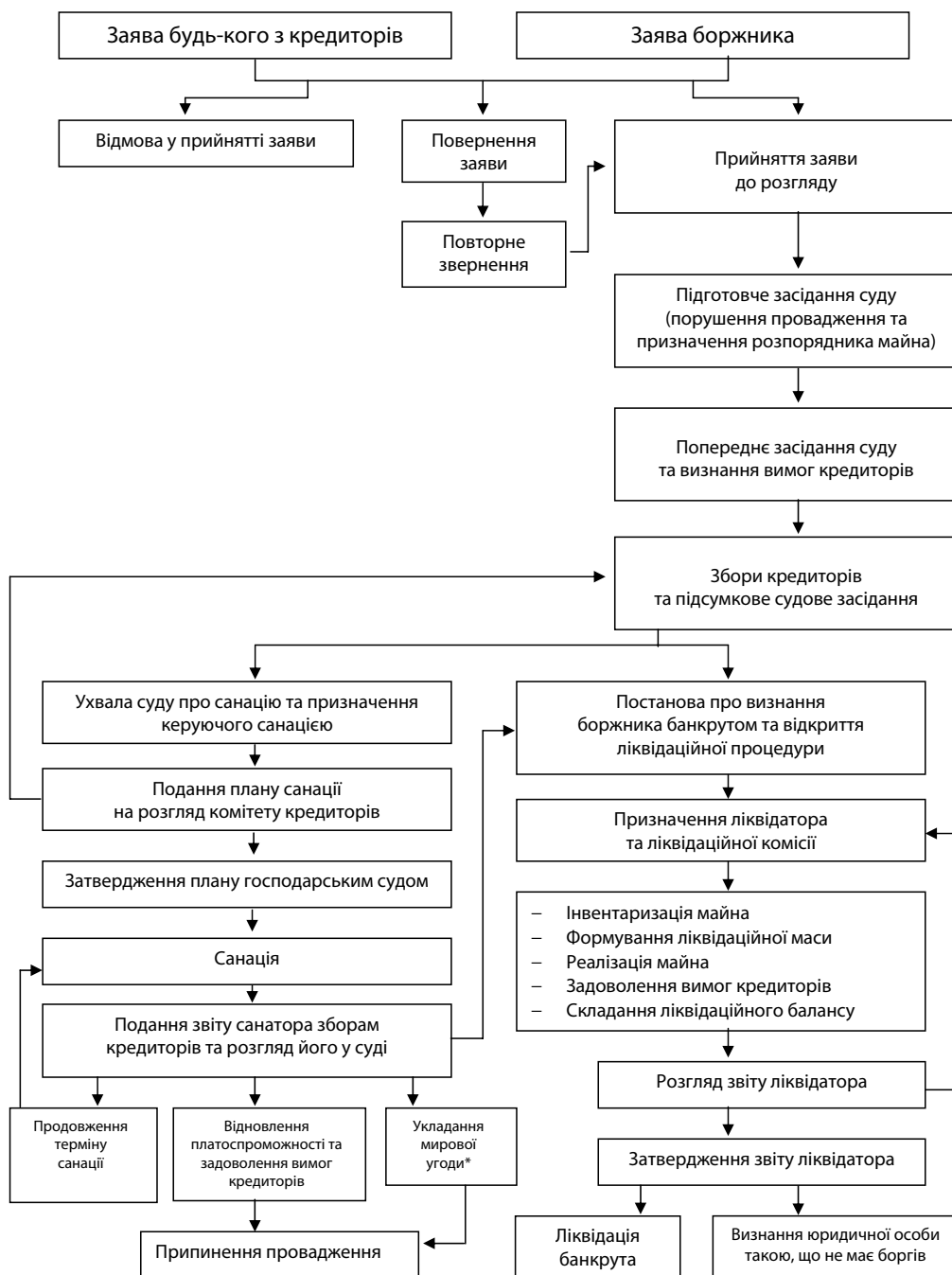
Після отримання заяви не пізніше, ніж через п'ять днів суддя приймає її, відмовляє у прийнятті або повертає заяву без розгляду. Повернення заяви відбувається в разі виявлення порушень у її поданні та оформленні. Це не перешкоджає повторному зверненню з заявою після їх усунення.

Відмова у прийнятті заяви може бути зумовлена такими причинами:

- провадження у справі про банкрутство не допускається згідно із законом;
- подано заяву про порушення справи про банкрутство ліквідованої юридичної особи;
- стосовно боржника вже порушено справу про банкрутство;
- вимоги кредиторів повністю забезпечені заставою або не є безспірними та ін.

Боржник зобов'язаний подати до господарського суду та заявнику відзив на заяву про порушення справи про банкрутство. Приймавши заяву, суд не пізніше чотирнадцятого дня проводить підготовче засідання, на якому перевіряє обґрунтованість вимог кредиторів і визначає їхній розмір; виносить і направляє учасникам ухвалу про порушення провадження у справі (або відмову у його порушенні), уводить процедуру розпорядження майном і мораторій на задоволення вимог кредиторів, призначає розпорядника майна для забезпечення майнових інтересів кредиторів.

Розпорядження майном – це система заходів щодо нагляду і контролю за управлінням та розпорядженням майном боржника з метою забезпечення збереження, ефективного використання майнових активів боржника. Термін дії цієї процедури становить 115 днів і може бути продовжений, однак не більше, ніж на два місяці.



* - укладання мирової угоди може відбутися на будь-якому етапі провадження

Рис. 15.6. Схема провадження у справах про банкрутство підприємств

Функції розпорядника майна такі:

- провести інвентаризацію майна боржника;
- вести реєстр вимог кредиторів у визначеному порядку;
- скликати збори кредиторів і організувати їхнє проведення;
- уживати заходів для захисту майна боржника;
- аналізувати фінансове становище боржника;
- виявляти ознаки фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства та ін.

Призначення розпорядника майна не є підставою для припинення повноважень керівника боржника, він не має права втручатись в оперативно-господарську діяльність підприємства.

Мораторій на задоволення вимог кредиторів поширюється на зобов'язання, терміни виконання яких настали до дня введення мораторію, крім виплати заробітної плати, аліментів, відшкодування шкоди, завданої здоров'ю та життю громадян, авторської винагороди.

Протягом дії мораторію заборонено стягнення на підставі виконавчих та інших документів, за якими відбуваються стягнення відповідно до законодавства, та не нараховують неустойки (штрафи, пені), інші фінансові (економічні) санкції за невиконання чи неналежне виконання грошових зобов'язань, на які поширюється мораторій. Отже, припиняються усі відносини між боржником та його кредиторами, що існували до цього. Боржника позбавляють можливості задовольнити вимоги окремих кредиторів на шкоду іншим. Кошти заморожують і боржник тимчасово не може їх витратити.

Для виявлення всіх кредиторів та осіб, які мають бажання взяти участь у санації боржника, офіційно оприлюднюють оголошення про порушення справи про банкрутство на офіційному веб-сайті Вищого господарського суду в мережі Інтернет.

Після опублікування оголошення всі кредитори, незалежно від настання терміну виконання зобов'язань, мають право подавати заяви з грошовими вимогами до боржника протягом 30 днів з дня опублікування. Боржник разом з розпорядником майна внаслідок розгляду цих вимог визнає їх або заперечує, про що розпорядник майна повідомляє письмово заявників і господарський суд. Визнані боржником грошові вимоги розпорядник майна включає до реєстру вимог кредиторів. Заяви кредиторів про грошові вимоги, щодо яких є заперечення боржника, розглядає господарський суд у процедурі провадження у справі про банкрутство. За результатами розгляду зазначених заяв суд може винести ухвалу про включення грошових вимог кредиторів до реєстру вимог кредиторів.

Попереднє засідання суду проводять не пізніше двох місяців і десяти днів після підготовчого засідання. На ньому розглядають реєстр вимог кредиторів та вимоги, які не були внесені до нього, з огляду на заперечення боржника. За результатами розгляду приймають ухвалу, у якій зазначають розмір визнаних судом вимог кредиторів, які розпорядник майна включає до реєстру.

Кредитори, вимоги яких включені до реєстру, проводять збори і створюють комітет кредиторів у складі не більше семи осіб, який представляє їхні інтереси в суді. Цей комітет ухвалює рішення і звертається до суду з клопотанням про відкриття процедури санації або визнання боржника банкрутом і відкриття ліквідаційної процедури. До його повноважень належить також укладання мирової угоди на будь-якому етапі провадження у справі про банкрутство.

Отже, з цього моменту події можуть відбуватися у двох напрямках: санація або ліквідація.

Розглянемо перший варіант, коли господарський суд за клопотанням комітету кредиторів ухвалює рішення про проведення санації боржника та призначення керуючого санацією (рис. 15.7).

Закон визначає санацію як систему заходів, які проводять під час провадження у справі про банкрутство з метою запобігання визнання боржника банкрутом та його ліквідації, спрямовану на оздоровлення фінансово-господарського становища боржника, а також задоволення у повному обсязі або частково вимог



Рис. 15.7. Схема процедури санації у ході провадження

кредиторів кредитуванням, реструктуризацією підприємства, боргів і капіталу та (або) зміною організаційно-правової та виробничої структури боржника.

Санацію проводять на термін не більше шести місяців. Цей термін можна продовжити, однак не більше, ніж на дванадцять місяців.

Офіційне оприлюднення повідомлення про введення процедури санації відбувається на офіційному веб-сайті Вищого господарського суду в мережі Інтернет.

Під час санації припиняють повноваження керівника або органів управління боржника, а також розпорядника майна. Управління боржником переходить до керуючого санацією, який проводить інвентаризацію майна, відкриває спеціальний рахунок для проведення санації й розрахунків з кредиторами, розробляє та подає на затвердження комітету кредиторів план санації (протягом трьох місяців з дня винесення ухвали про санацію).

План санації повинен передбачати заходи щодо відновлення платоспроможності боржника, умови участі інвесторів, терміни виконання плану.

Наголосимо, що план санації в ході провадження справи про банкрутство дещо відрізняється від того, який укладають у рамках досудової санації, оскільки в першій закладають дієвіші інструменти задоволення претензій кредиторів та зазначають конкретні терміни виконання зобов'язань.

Заходами щодо відновлення платоспроможності боржника можуть бути:

- реструктуризація підприємства;
- перепрофілювання виробництва;
- закриття нерентабельних виробництв;
- відтермінування або розстрочка платежів, прощення частини боргів, про що укладають мирову угоду;
- ліквідація дебіторської заборгованості;
- продаж частини майна боржника;
- реструктуризація активів боржника;
- виконання зобов'язань боржника власником майна боржника;
- одержання кредиту для виплати вихідної допомоги працівникам боржника, яких звільняють згідно з планом санації;
- звільнення працівників боржника, які не можуть бути задіяні в процесі реалізації плану санації;
- інші способи відновлення платоспроможності.

Комітет кредиторів, розглянувши план санації, може схвалити його та подати на затвердження господарського суду або відхилити план санації і звернутися до господарського суду з клопотанням про визнання боржника банкрутом і відкриття ліквідаційної процедури чи про звільнення керуючого санацією від виконання ним обов'язків та про призначення нового керуючого санацією.

За п'ятнадцять днів до закінчення санації, а також за наявності підстав для її дострокового припинення керуючий санацією зобов'язаний надати зборам

кредиторів письмовий звіт. За результатами його розгляду збори кредиторів визнають план санації виконаним або вирішують продовжити термін санації. Якщо результати санації незадовільні, то збори кредиторів можуть ухвалити рішення про визнання боржника банкрутом та відкриття ліквідаційної процедури. Господарський суд приймає ухвалу відповідно до рішення зборів кредиторів.

Розрахунки з кредиторами боржник проводить відповідно до реєстру вимог кредиторів, починаючи з дати, зазначеної у затвердженому господарським судом плані санації, у порядку черговості, передбаченому законом. Якщо у визначені планом санації терміни не проведено розрахунки з кредиторами, то суд визнає боржника банкрутом і відкриває ліквідаційну процедуру. Тривалість ліквідаційної процедури не може перевищувати дванадцяти місяців.

У випадку ухвалення господарським судом постанови про визнання боржника банкрутом і відкриття ліквідаційної процедури:

- призначають ліквідатора і ліквідаційну комісію;
- припиняють повноваження керівника, органів управління боржником, розпорядника майна чи санатора;
- підприємницька діяльність банкрута завершується закінченням технологічного циклу з виготовлення продукції в разі можливості її продажу;
- термін виконання всіх грошових зобов'язань банкрута та зобов'язання щодо сплати податків і зборів (обов'язкових платежів) вважають таким, що настав;
- припиняють нарахування неустойки (штрафу, пені), відсотків та інших економічних санкцій за всіма видами заборгованості банкрута;
- відомості про фінансове становище банкрута перестають бути конфіденційними чи становити комерційну таємницю.

Оприлюднення відомостей про визнання боржника банкрутом і відкриття ліквідаційної процедури відбувається на офіційному веб-сайті Вищого господарського суду в мережі Інтернет.

Ліквідатор з дня свого призначення виконує такі повноваження:

- приймає до свого відання майно боржника, уживає заходів з забезпечення його збереження;
- виконує функції з управління та розпорядження майном банкрута;
- проводить інвентаризацію та оцінку майна банкрута згідно з законодавством;
- аналізує фінансове становище банкрута;
- очолює ліквідаційну комісію та формує ліквідаційну масу;
- пред'являє до третіх осіб вимоги щодо повернення дебіторської заборгованості банкрута;
- має право отримувати кредит для виплати вихідної допомоги працівникам, яких звільняють унаслідок ліквідації банкрута. Цей кредит відшкодовують у першу чергу з коштів, одержаних від продажу майна банкрута;

- з дня визнання боржника банкрутом та відкриття ліквідаційної процедури повідомляє працівників банкрута про звільнення та проводить його;
- уживає заходів, спрямованих на пошук, виявлення та повернення майна банкрута, що є у третіх осіб;
- реалізує майно банкрута для задоволення вимог, включених до реєстру вимог кредиторів.

Протягом п'ятнадцяти днів з дня призначення ліквідатора органи управління банкрута забезпечують передавання йому бухгалтерської та іншої документації банкрута, печаток і штампів, матеріальних та інших цінностей.

Усі види майнових активів (майно та майнові права) банкрута, які належать йому за правом власності або повного господарського відання на дату відкриття ліквідаційної процедури і виявлені в ході ліквідаційної процедури, включають до складу ліквідаційної маси, за винятком об'єктів державного житлового фонду, у тому числі гуртожитків, дитячих дошкільних закладів та об'єктів комунальної інфраструктури, які в разі банкрутства підприємства передають у порядку, визначеному законодавством, до комунальної власності відповідних територіальних громад без додаткових умов і фінансують в установленому порядку.

На етапі ліквідаційної процедури постає питання про оцінку вартості активів банкрута. Відомо, що методи оцінки майна відрізняються залежно від мети такої оцінки. Використання методу порівняльного продажу, який ґрунтується на безпосередньому порівнянні майна, яке оцінюють, з іншими об'єктами, які продають, а отже, орієнтуються на ціну, що переважає на конкурентному ринку, дає змогу отримати так звану вартість в обміні, або об'єктивну вартість, оскільки вона визначена реальними умовами обміну. Застосування для оцінки вартості активів витратного методу або методу капіталізації доходів забезпечує визначення вартості майна у використанні, або суб'єктивної вартості майна для конкретного підприємця [10, с. 17].

Незалежно від методу, обраного експертом для оцінки майна банкрута, є загальний алгоритм виконання такої оцінки (рис. 15.8).

Вихідним пунктом, як уже зазначено, є формулювання мети оцінки, що охоплює визначення проблеми, з огляду на яку проводять оцінку, сфери використання її результатів, тобто можливого користувача інформації.

Другим моментом є ідентифікація майна та визначення майнових прав, які оцінюють. Сюди входить загальний, юридичний і фізичний опис майна, його інвентаризація. На цьому етапі важливо визначити джерела інформації, які використовують для оцінки.

Третій етап – систематизація й аналіз даних: загальних, які характеризують фонове значення ситуації (соціально-економічні, екологічні, державно-правові та інші чинники); і специфічних, які стосуються лише оцінюваного об'єкта.



Рис. 15.8. Загальний алгоритм оцінки ліквідаційної вартості майна банкрута

Опрацьовані дані – вихідна база для оцінки. На цьому етапі обирають метод оцінки, визначають дату її проведення, що дуже важливо, оскільки з часом вартість майна може змінюватися, і проводять безпосередньо оцінювання майна банкрута.

Особливостями оцінки ліквідаційної вартості майна є передусім її активний характер, тобто на підставі результатів оцінки багато суб'єктів господарювання ухвалюють управлінські рішення. Крім того, у цьому випадку замовники та користувачі інформації – це, здебільшого, різні суб'єкти, а отже, користувачі в процесі ухвалення рішення розраховують на об'єктивність експерта.

Після інвентаризації та оцінювання майна банкрута ліквідатор розпочинає його продаж на аукціоні чи безпосередньо юридичній або фізичній особі. У цьому разі використовують тільки один рахунок боржника в банківській установі. Інші рахунки, виявлені під час ліквідаційної процедури, підлягають закриттю ліквідатором. Залишки коштів на цих рахунках перераховують на основний рахунок боржника.

Ліквідатор не рідше одного разу в місяць подає комітетові кредиторів звіт про свою діяльність, інформацію про фінансове становище і майно боржника на день відкриття ліквідаційної процедури та під час її проведення, про використання коштів боржника, а також іншу інформацію на вимогу комітету кредиторів.

Кошти, одержані від продажу майна банкрута, спрямовують на задоволення вимог кредиторів у такому порядку:

- у першу чергу задовольняють:
 - а) вимоги щодо виплати заборгованості із заробітної плати перед працівниками банкрута та виплати вихідної допомоги звільненим працівникам банкрута, у тому числі відшкодування кредиту, отриманого на ці цілі;
 - б) вимоги кредиторів за договорами страхування;
 - в) витрати, пов'язані з провадженням у справі про банкрутство в господарському суді та роботою ліквідаційної комісії;
- у другу чергу задовольняють вимоги, які виникли з зобов'язань, що з'явилися внаслідок заподіяння шкоди життю та здоров'ю громадян, а також вимоги громадян-довірителів довірчих товариств;
- у третю чергу задовольняють вимоги щодо сплати податків і зборів (обов'язкових платежів);
- у четверту чергу задовольняють вимоги кредиторів, не забезпечені заставою;
- у п'яту чергу задовольняють вимоги щодо повернення внесків членів трудового колективу до статутного фонду підприємства;
- у шосту чергу задовольняють інші вимоги.

Вимоги кожної наступної черги задовольняють у міру надходження на рахунок коштів від продажу майна банкрута після повного задоволення вимог попередньої черги. У разі нестачі коштів, одержаних від продажу майна банкрута, для повного задоволення всіх вимог однієї черги їх задовольняють пропорційно до суми вимог, що належать кожному кредиторів однієї черги. Вимоги, не задоволені за недостатністю майна, вважають погашеними.

Зазначимо, що задоволення забезпечених вимог кредиторів відбувається за кошти майна боржника, яке є предметом забезпечення. Це майно не включають до складу ліквідаційної маси і використовують винятково для задоволення вимог кредиторів за зобов'язаннями, які воно забезпечує.

Після завершення всіх розрахунків з кредиторами ліквідатор подає до господарського суду звіт і ліквідаційний баланс. Звіт ліквідатора має бути схвалений комітетом кредиторів. Якщо за результатами розгляду ліквідаційного балансу після задоволення вимог кредиторів не залишилося майна, то господарський суд приймає ухвалу про ліквідацію банкрута. Якщо майна банкрута вистачило, щоб задовольнити всі вимоги кредиторів, то його вважають таким, що не має боргів, і він може продовжувати підприємницьку діяльність. Господарський суд може прийняти ухвалу про ліквідацію юридичної особи, що звільнилася від боргів,

лише у разі, якщо в неї залишилося майнових активів менше, ніж потрібно для її функціонування згідно з законодавством.

Якщо господарський суд прийняв ухвалу про ліквідацію банкрута, то майно, що залишилося після задоволення вимог кредиторів, передають власникові або уповноваженому ним органу. Якщо ж господарський суд дійшов висновку, що ліквідатор не виявив або не реалізував усі наявні майнові активи ліквідаційної маси, необхідні для повного задоволення кредиторів, то він приймає ухвалу про призначення нового ліквідатора.

Як бачимо зі схеми провадження в справах про банкрутство підприємств, зображеної на рис. 15.6, на будь-якому етапі провадження може відбутися укладання мирової угоди, під якою закон розуміє домовленість між боржником і кредиторами стосовно відтермінування або розстрочення, а також списання кредиторами боргів. Таке рішення ухвалює комітет кредиторів більшістю голосів. Усі кредитори, вимоги яких забезпечено заставою, мають дати щодо цього письмову згоду. Для кредиторів, які не брали участі в голосуванні або проголосували проти, не можуть бути встановлені умови гірші, ніж для тих, які висловили згоду, якщо їхні вимоги віднесені до однієї черги. Мирову угоду підписують керівник боржника або арбітражний керуючий та голова комітету кредиторів.

Об'єктом угоди може бути: термін плати за зобов'язаннями, норма позикового відсотка та механізм його нарахування, розмір та механізм штрафних санкцій, форма забезпечення та погашення боргів тощо. Таку угоду не можна укласти стосовно вимог першої черги.

Після підписання мирової угоди повинен затвердити господарський суд, про що зазначають в ухвалі про припинення провадження. Господарський суд має право відмовити у затвердженні мирової угоди в разі порушення порядку її укладання. Розірвання угоди можливе за рішенням суду в разі невиконання боржником її умов щодо не менш ніж третини вимог кредиторів. Усі вимоги відновлюють у повному обсязі в незадоволеній частині, і провадження у справі про банкрутство починають знову.

Залежно від категорії боржника, виду його діяльності та наявності в нього майна господарський суд може застосовувати загальний, спеціальний або спрощений порядок провадження у справі про банкрутство. Загальний порядок передбачає застосування процедури розпорядження майном з подальшим переходом до процедур санації, ліквідації або мирової угоди. Спеціальний порядок передбачає залучення до участі у справі додаткових учасників, продовження термінів санації, збігу процедур розпорядження майном та санації. Спрощений порядок застосовують під час ліквідації банкрута без застосування процедур розпорядження майном та санації.

Отже, ми розглянули процедуру визнання боржника банкрутом згідно з Законом України "Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом", а також її юридичні та економічні наслідки.



ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Назвіть етапи розгортання кризи на підприємстві.
2. Які основні групи показників використовують для аналізу фінансового стану підприємства? Який порядок їхнього обчислення?
3. У чому економічна сутність санації підприємства та які етапи її реалізації?
4. Які є методи і який порядок проведення санаційного аудиту на підприємстві?
5. Назвіть основні розділи плану санації підприємства.
6. Які форми фінансової санації ви знаєте? Назвіть конкретні заходи, яких уживають на підприємстві під час реалізації відповідних форм санації.
7. Поясніть економічну сутність банкрутства та роль цього інституту у функціонуванні економічної системи держави.
8. Яким основним законодавчим актом регулюють процедуру банкрутства в Україні? Назвіть основні етапи провадження у справі про банкрутство.
9. Який мінімальний розмір вимог кредиторів достатній для порушення справи про банкрутство? Хто, крім кредиторів, може ініціювати банкрутство боржника?
10. Які повноваження в ході провадження у справі про банкрутство має розпорядник майна, керуючий санацією та ліквідатор?



ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

1. **Фінансова санація підприємства – це ...**
 - 1) надання підприємству зовнішньої фінансової допомоги;
 - 2) задоволення вимог кредиторів;
 - 3) сукупність заходів, які приводять підприємство до фінансового оздоровлення;
 - 4) те саме, що й реструктуризація.
2. **Підприємство має незадовільний фінансовий стан, якщо загальний коефіцієнт ліквідності та коефіцієнт платоспроможності дорівнюють відповідно ...**
 - 1) 1, 0,4;
 - 2) 2, 0,6;
 - 3) 2, 0,7;
 - 4) 3, 0,7.
3. **Яке з наведених джерел фінансування санації не є зовнішнім?**
 - 1) короткостроковий кредит банку;
 - 2) додаткова емісія акцій;

- 3) кошти, отримані від реструктуризації активів;
- 4) випуск довгострокових облігацій.

4. Санаційна спроможність – це ...

- 1) наявність довгострокових планів розширення діяльності підприємства;
- 2) наявність у підприємства можливостей для його успішного фінансового оздоровлення;
- 3) здатність підприємства оперативно змінити виробничу програму;
- 4) правильної відповіді немає.

5. Основне призначення санаційного аудиту ...

- 1) зменшити інформаційний ризик ухвалення неефективних рішень на підставі фінансової звітності;
- 2) підвищити довіру до керівництва підприємства;
- 3) висловлення думки про фінансовий стан контрагентів підприємства;
- 4) висловлення думки про правильність ведення бухгалтерського обліку.

6. SOFT-аналіз – це ...

- 1) факторний аналіз відхилень;
- 2) портфельний аналіз;
- 3) аналіз сильних і слабких ланок підприємства;
- 4) метод екстраполяції та побудови сценаріїв.

7. Яке рівняння неправильне:

- 1) активи = власний капітал + зобов'язання;
- 2) власний капітал = активи – зобов'язання;
- 3) власний капітал = активи + зобов'язання;
- 4) зобов'язання = активи – власний капітал.

8. До внутрішніх джерел фінансування санації не належать ...

- 1) чистий прибуток;
- 2) внески власників;
- 3) кошти, отримані від реструктуризації активів;
- 4) кошти, отримані від рефінансування дебіторської заборгованості.

9. Учасниками процедури банкрутства є ...

- 1) боржник;
- 2) кредитор;
- 3) арбітражний керуючий;
- 4) усі перелічені.

10. До заходів із реструктуризації активів належить ...

- 1) продаж частини основних фондів;
- 2) рефінансування дебіторської заборгованості;
- 3) реалізація корпоративних прав інших підприємств;
- 4) усе перелічене.



ПРАКТИЧНЕ ЗАВДАННЯ

За даними таблиці оцініть фінансовий стан підприємства та його динаміку і зробіть висновок про перспективи подальшої діяльності об'єкта дослідження. Для аналізу розрахуйте показники рентабельності (рентабельності активів та рентабельності продажу), ділової активності (кількість оборотів капіталу), ліквідності (коефіцієнти абсолютної, швидкої ліквідності та загальний коефіцієнт ліквідності), а також платоспроможності й фінансової стійкості (загальний коефіцієнт платоспроможності, коефіцієнти фінансового левериджу та структури позикових коштів). Назвіть основні причини виявленої динаміки фінансового стану.

Фінансові показники діяльності підприємства

Показники	Значення	
	попередній рік	звітний рік
Виторг від реалізації	1700	1500
Чистий прибуток	200	100
Вартість активів	2700	3000
Виробничі запаси	250	200
Незавершене виробництво	300	350
Запаси готової продукції	150	350
Дебіторська заборгованість	450	650
Грошові кошти та їхні еквіваленти	200	100
Короткострокові (поточні) фінансові інвестиції	150	150
Власний капітал	1500	1500
Довгостроковий позичений капітал	500	600
Короткострокові кредити банків	400	200
Кредиторська заборгованість	300	700



ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України "Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом" (в редакції Закону України №4212-VI від 22.12.2011 р.).
2. Бандурка О. М. Фінансова діяльність підприємства : підручник / О. М. Бандурка, М. Я. Коробов, П. І. Орлов, К. Я. Петрова. – К. : Либідь, 1998. – 312 с.
3. Економіка виробничого підприємництва : навч. посібник / Й. М. Петрович, І. О. Будіщева, І. Г. Устінова та ін.; за ред. Й. М. Петровича ; 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Т-во "Знання", КОО, 2001. – 405 с.
4. Лігоненко Л. О. Антикризове управління підприємством: теоретико-методологічні засади та практичний інструментарій. – К. : КНТЕУ, 2001. – 580 с.

5. Михасюк І. Державне регулювання економіки : підручник / І. Михасюк, А. Мельник, М. Крупка, З. Залога; за ред. І. Михасюка. – Львів : Українські технології, 1999. – 640 с.
6. Терещенко О. Санаційний аудит – необхідна передумова фінансової санації підприємств / О. Терещенко // Вісник НБУ. – 2000. – № 5. – С. 57–61.
7. Терещенко О. О. Фінансова санація та банкрутство підприємств : навч. посібник / О. О. Терещенко. – К. : КНЕУ, 2004. – 412 с.
8. Терещенко С. І. Моделі оцінки платоспроможності підприємств / С. І. Терещенко // Фінанси України. – 2001. – № 7. – С. 69–74.
9. Фінанси підприємств : підручник / Керівник авт. кол. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін ; 2-ге вид., перероб. та доп. – К. : КНЕУ, 1999. – 384 с.
10. Ягорлицький В. Оцінка вартості майна фірми / В. Ягорлицький // Економіст. – 2000. – № 10. – С. 15–17.



ДОДАТКИ

Додаток І

Агреговані показники фінансової звітності суб'єкта господарської діяльності

Показники / роки	I	II	III	IV	V
АКТИВИ (тис. грн)					
Необоротні активи, у тім числі	1 746 115	1 966 479	2 191 439	3 278 517	3 873 874
основні засоби	1 406 824	1 434 749	1 553 273	2 644 408	2 338 133
довгострокові фінансові інвестиції	203 346	203 346	203 346	0	0
Оборотні активи, у тім числі	1 045 884	1 201 060	1 216 209	2 383 835	2 223 254
виробничі запаси	353 369	396 607	522 104	1 345 735	906 015
дебіторська заборгованість за продукцію	388 444	304 008	351 505	619 612	994 753
гроші та їхні еквіваленти	1 263	45 702	96 510	195 349	173 612
ПАСИВИ (тис. грн)					
Власний капітал, у тім числі	676 521	431 605	559 356	1 160 336	1 699 766
зарєєстрований капітал	127 905	127 905	127 905	127 905	127 905
нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	-911 178	-1 165 423	-1 078 194	419 410	1 189 236
Довгострокові зобов'язання і забезпечення, в т.ч.	231 341	192 109	429 097	687 788	869 910
довгострокові кредити банків	80 140	15 057	203 467	98 178	0
Поточні зобов'язання і забезпечення, у тім числі	1 870 307	2 528 122	2 404 743	3 814 228	3 527 452
короткострокові кредити банків	535 544	392 037	533 829	410 117	0
кредиторська заборгованість за: - довгостроковими зобов'язаннями; - товари, роботи, послуги; - розрахунками з оплати праці	59 784 640 039 12 994	26 939 682 404 17 291	3 865 538 486 18 451	23 297 2 249 827 17 338	19 623 2 191 553 19 208
БАЛАНС	2 792 189	3 167 719	3 408 388	5 662 352	6 097 128
ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ (тис. грн)					
Чистий дохід від реалізації продукції	4 476 529	5 002 173	7 725 130	9 868 329	11 285 770
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	4 627 430	4 749 181	7 217 845	9 674 968	10 429 512
Валовий прибуток	-150 901	252 992	507 285	193 361	856 258
Адміністративні витрати	100 091	114 200	120 084	133 904	111 601
Витрати на збут	-	449	772	812	2 113
Фінансовий результат від операційної діяльності	-301 222	-12 651	301 759	-102 316	764 094
Фінансовий результат до оподаткування	-412 996	-118 525	219 053	56 062	714 053
Податок на прибуток	-	68 222	138 798	33 040	135 669
Чистий прибуток	-391 719	-186 747	80 255	23 022	578 384

Додаток II

**Характеристика фінансових показників
для аналізу грошових потоків підприємств**

Назва	Економічна характеристика	Формула для розрахунку	Позначення
1	2	3	4
Показники грошових активів (статичні)			
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	Відображає, наскільки фінансові зобов'язання підприємства забезпечені наявними у нього засобами платежу на певну дату	$KLa = \frac{ГА + КФВ}{КФЗ}$	КЛа – коефіцієнт абсолютної ліквідності; ГА – сума грошових активів підприємства на певну дату; КФВ – сума короткострокових фінансових вкладень на певну дату; КФЗ – сума всіх короткострокових фінансових зобов'язань на певну дату
Коефіцієнт проміжної ліквідності	Відображає, наскільки всі короткострокові фінансові зобов'язання підприємства можуть бути погашені з його високоліквідних активів	$KЛпр = \frac{ГА + КФВ + ДЗ}{КФЗ}$	КЛпр – коефіцієнт проміжної ліквідності; ГА – сума грошових активів підприємства на певну дату; КФВ – сума короткострокових фінансових вкладень на певну дату; ДЗ – сума поточної дебіторської заборгованості всіх видів; КФЗ – сума всіх короткострокових фінансових зобов'язань на певну дату
Коефіцієнт поточної ліквідності	Відображає, наскільки вся заборгованість підприємства може бути погашена з усіх його поточних активів	$KЛп = \frac{ОА}{КФЗ}$	КЛп – коефіцієнт поточної ліквідності; ОА – сума всіх оборотних активів на певну дату; КФЗ – сума всіх короткострокових фінансових зобов'язань на певну дату
Загальний коефіцієнт співвідношення дебіторської і кредиторської заборгованостей	Характеризує загальне співвідношення розрахунків за цими видами заборгованості підприємства	$KДКЗ = \frac{ДЗ}{КЗ}$	КДКЗ – коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості; ДЗ – сума поточної дебіторської заборгованості всіх видів на певну дату; КЗ – сума поточної кредиторської заборгованості всіх видів на певну дату
Показники грошових потоків (динамічні)			
Коефіцієнт достатності грошових потоків	Дає змогу оцінити обсяг використання чистого грошового потоку для фінансування розширеного виробництва і виконання зобов'язань перед кредитними установами та акціонерами	$KДгп = \frac{ЧГП}{ВОб + \Delta Зтмц + Д}$	КДгп – коефіцієнт достатності грошових потоків; ЧГП – чистий грошовий потік; ВОб – сума виплат основного боргу за довго- і короткостроковими кредитами та позиками; Δ Зтмц – зміна запасів товарно-матеріальних цінностей; Д – дивіденди і доходи, сплачені акціонерам

Закінчення дод. II

1	2	3	4
Коефіцієнт співвідношення грошових потоків	Дає змогу оцінити синхронність формування й використання грошових потоків на підприємстві	$KC_{zn} = \frac{ГП^+}{ГП^-}$	КСгп – коефіцієнт співвідношення грошових потоків; ГП ⁺ – вхідний грошовий потік; ГП ⁻ – вихідний грошовий потік
Коефіцієнт ефективності грошових потоків	Дає змогу оцінити, яким обсягом грошових коштів, отриманих унаслідок господарської діяльності звітного періоду, можна розпоряджатись на конкретний момент для виконання ще не погашених зобов'язань порівняно із сумою тих, що вже погашені	$KE_{zn} = \frac{ЧГП}{ГП^-}$	КЕгп – коефіцієнт ефективності грошових потоків; ЧГП – чистий грошовий потік; ГП ⁻ – вихідний грошовий потік
Коефіцієнт покриття грошових потоків	Дає змогу оцінити, яка частка поточних зобов'язань може бути погашена за допомогою грошових коштів, що надійшли на рахунок підприємства в звітному періоді і ще не використані	$КП_{zn} = \frac{ЧГП}{КЗ + КіПк}$	КПгп – коефіцієнт покриття грошових потоків; ЧГП – чистий грошовий потік; КЗ – кредиторська заборгованість; КіПк – короткострокові кредити та позики
Коефіцієнт реінвестування грошових потоків	Дає змогу оцінити, яка частка чистого грошового потоку, що перебуває у розпорядженні підприємства, спрямована на фінансування реальних інвестицій та довгострокових фінансових вкладень	$КР_{zn} = \frac{ЧГП - Д}{\Delta PI + \Delta FB}$	КРгп – коефіцієнт реінвестування грошових потоків; ЧГП – чистий грошовий потік; Д – дивіденди і доходи, сплачені акціонерам та власникам; ΔPI – приріст реальних інвестицій; ΔFB – приріст довгострокових фінансових вкладень

Додаток III

Показники фінансування і структури оборотних активів

Показник	Формула
Коефіцієнт чистих оборотних активів	$K_{\text{чоа}} = \frac{\overline{\text{ЧОА}}}{\overline{\text{ОА}}}$ <p>де $\overline{\text{ЧОА}}$ – середня сума чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу) в аналізованому періоді, $\overline{\text{ОА}}$ – середня сума оборотних активів (валового робочого капіталу) в аналізованому періоді</p>
Обсяг поточного фінансування оборотних активів, або середніх фінансових потреб	$\overline{\text{ОПФ}}_{\text{оа}} = \overline{\text{З}}_{\text{см}} + \overline{\text{ДЗ}} - \overline{\text{КЗ}}$ <p>де $\overline{\text{З}}_{\text{см}}$ – середня сума запасів товарно-матеріальних цінностей в аналізованому періоді, $\overline{\text{ДЗ}}$ – середня сума поточної дебіторської заборгованості в аналізованому періоді, $\overline{\text{КЗ}}$ – середня сума поточної кредиторської заборгованості в аналізованому періоді</p>
Коефіцієнт поточного фінансування оборотних активів	$K_{\text{ПФ}}_{\text{чоа}} = \frac{\overline{\text{ОПФ}}_{\text{оа}}}{\overline{\text{ОА}}}$
Розрахунок прогнозу величини кредиторської заборгованості підприємства	$K_{\text{З}}_{\text{пр.}} = (\overline{\text{КЗ}}_{\text{пот.}} + \overline{\text{ПЗР}} - \overline{\text{КЗ}}_{\text{протерм.}}) \times (1 + T_{\text{приросту}})$ <p>де $\overline{\text{КЗ}}_{\text{пот.}}$ – середня фактична сума поточної кредиторської заборгованості за товарними операціями в аналогічному попередньому періоді, $\overline{\text{ПЗР}}$ – середня фактична сума поточних зобов'язань за розрахунками в аналогічному попередньому періоді, $\overline{\text{КЗ}}_{\text{протерм.}}$ – середня фактична сума протермінованої кредиторської заборгованості (всіх видів) в аналогічному попередньому періоді, $T_{\text{приросту}}$ – запланований темп приросту обсягу виробництва продукції</p>
Обсяг фінансування оборотних активів за рахунок короткострокового фінансового кредиту	$K_{\text{ФК}}_{\text{оа}} = \text{ОА}_{\text{пр.}} - \text{ЧОА}_{\text{пр.}} - \text{КЗ}_{\text{пр.}} - \text{МПЗР}_{\text{пр.}}$ <p>де $\text{ОА}_{\text{пр.}}$ – прогнозна загальна сума оборотних активів підприємства, $\text{ЧОА}_{\text{пр.}}$ – прогнозна сума чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу), $\text{КЗ}_{\text{пр.}}$ – прогнозна сума кредиторської заборгованості за товарними операціями, $\text{МПЗР}_{\text{пр.}}$ – прогнозна мінімальна величина поточних зобов'язань за розрахунками</p>

Складено на підставі: [Бланк І. С. Основи фінансового менеджмента / І. С. Бланк. – Київ: Ника-Центр, Эльга, 1999. – 478 с.; Фінансовий менеджмент: навч. посібник / Л. О. Коваленко, Л. М. Ремньова; 2-ге видання, перероб. і доп. – К.: Знання, 2005. – 457 с.; Крамаренко Г. О. Фінансовий менеджмент / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна: підручник. – К.: Центр навч. л-ри, 2006. – 520 с.; Рясних Є. Г. Основи фінансового менеджменту: навч. посібник / Є. Г. Рясних. – К.: Скарби, 2003. – 238 с.; Філіна Г. І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посібник / Г. І. Філіна. – К.: Центр навч. л-ри, 2007. – 320 с.]

Додаток IV

Методи оцінювання запасів суб'єкта господарювання

Метод оцінювання запасів	Суть методу
За собівартістю перших за часом надходження запасів (ФІФО)	Оцінювання запасів за методом ФІФО ґрунтується на припущенні, що запаси використовують у тій послідовності, у якій вони надходили на підприємство, тобто запаси, які першими відпускають у виробництво (продаж та інше вибуття), оцінюють за собівартістю перших за часом надходження запасів. У цьому разі вартість залишку запасів на кінець звітнього місяця визначають за собівартістю останніх за часом надходження запасів
За ідентифікованою собівартістю	Метод оцінювання вартості запасів за ідентифікованою собівартістю передбачає ведення окремого обліку за кожним видом запасів і списання їх за фактичною собівартістю, яка склалася на момент придбання. Цей метод застосовують для оцінювання вибуття запасів, придбаних з метою їх реалізації на спеціальне замовлення, і для оцінки вибуття запасів, які не замінюють один одного
За нормативними затратами	Оцінювання за нормативними затратами полягає у застосуванні норм витрат на одиницю продукції (робіт, послуг), які встановлені підприємством з урахуванням нормальних рівнів використання запасів, праці, виробничих потужностей і діючих цін. Оцінювання продукції за нормативними затратами коригують до фактичної виробничої собівартості
За середньозваженою собівартістю	Оцінювання за середньозваженою собівартістю проводять за кожною одиницею запасів діленням сумарної вартості залишку таких запасів на початок звітнього місяця і вартості отриманих у звітному місяці запасів на сумарну кількість запасів на початок звітнього місяця й одержаних запасів у звітному місяці
За ціною продажу	Метод ґрунтується на застосуванні підприємствами роздрібною торгівлі середнього відсотка торгової націнки товарів. Цей метод застосовують підприємства, що мають значну та змінну номенклатуру товарів з приблизно однаковим рівнем торгової націнки. Собівартість реалізованих товарів визначають як різницю між продажною (роздрібною) вартістю реалізованих товарів і сумою торгової націнки на ці товари. Суму торгової націнки на реалізовані товари обчислюють як добуток продажної вартості (ціни) реалізованих товарів і середнього відсотка торгової націнки. Середній відсоток торгової націнки визначають діленням суми залишку торгових націнок на початок звітнього місяця і торгових націнок у продажній вартості отриманих у звітному місяці товарів на суму продажної вартості залишку товарів на початок звітнього місяця та продажної вартості одержаних товарів у звітному місяці

Складено на підставі: [Наказ Міністерства фінансів України "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 9 "Запаси" від 20 жовтня 1999 р., № 246. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0751-99>]

Додаток V

Показники стану необоротних активів

Показник	Формула
1	2
Коефіцієнт участі операційних необоротних активів у загальній сумі операційних активів підприємства	$KY_{на} = \frac{\overline{ОНА}}{\overline{ОНА} + \overline{ОА}},$ <p>де $\overline{ОНА}$ – середня вартість операційних необоротних активів (чистого робочого капіталу) в аналізованому періоді; $\overline{ОА}$ – середня сума оборотних активів (валового робочого капіталу) в аналізованому періоді</p>
Коефіцієнт зношення основних засобів	$KЗ_{оз} = \frac{З_{оз}}{ПВ_{оз}},$ <p>де $З_{оз}$ – сума зношення основних засобів підприємства на визначену дату; $ПВ_{оз}$ – первісна вартість основних засобів на визначену дату</p>
Коефіцієнт придатності основних засобів	$КП_{оз} = \frac{ЗВ_{оз}}{ПВ_{оз}},$ <p>де $ЗВ_{оз}$ – залишкова вартість основних засобів підприємства на визначену дату; $ПВ_{оз}$ – первісна вартість основних засобів на визначену дату</p>
Коефіцієнт амортизації (зносу) нематеріальних активів	$КА_{нем.а} = \frac{А_{нем.а}}{ПВ_{нем.а}},$ <p>де $А_{нем.а}$ – сума амортизації нематеріальних активів підприємства на визначену дату; $ПВ_{нем.а}$ – первісна вартість нематеріальних активів на визначену дату</p>
Коефіцієнт придатності нематеріальних активів	$КП_{нем.а} = \frac{ЗВ_{нем.а}}{ПВ_{нем.а}},$ <p>де $ЗВ_{нем.а}$ – залишкова вартість нематеріальних активів підприємства на визначену дату; $ПВ_{нем.а}$ – первісна вартість нематеріальних активів на визначену дату</p>
Коефіцієнт придатності операційних необоротних активів	$КП_{она} = \frac{ЗВ_{она}}{ПВ_{она}},$ <p>де $ЗВ_{она}$ – залишкова вартість операційних необоротних активів підприємства на визначену дату; $ПВ_{она}$ – первісна вартість операційних необоротних активів на визначену дату</p>
Період оборотності операційних необоротних активів	$ПО_{она} = \frac{\overline{ОНА}_{об}}{\overline{З}_{она}},$ <p>де $\overline{ОНА}_{об}$ – середньорічна вартість операційних необоротних активів підприємства за первісною вартістю; $\overline{З}_{она}$ – середньорічна сума зношення операційних необоротних активів</p>
Тривалість повного циклу кругообігу вартості конкретних видів операційних необоротних активів	$ПЦК_{она} = \frac{100}{H_a},$ <p>де H_a – річна норма амортизації відповідного виду необоротних активів, %</p>
Коефіцієнт вибуття операційних необоротних активів	$KB_{она} = \frac{ОНА_{виб.}}{ОНА_{поч}},$ <p>де $ОНА_{виб.}$ – вартість операційних необоротних активів, що вибули у звітному періоді; $ОНА_{поч.}$ – вартість операційних необоротних активів на початок звітного періоду</p>

Закінчення дод V

1	2
Коефіцієнт введення в дію операційних необоротних активів	$КВВ_{\text{она}} = \frac{ОНА_{\text{ввсл.}}}{ОНА_{\text{кін.}}},$ <p>де $ОНА_{\text{ввсл.}}$ – вартість операційних необоротних активів, що введені в дію у звітному періоді; $ОНА_{\text{кін.}}$ – вартість операційних необоротних активів на кінець звітного періоду</p>
Коефіцієнт оновлення операційних необоротних активів	$КО_{\text{она}} = \frac{ОНА_{\text{ввсл.}} - ОНА_{\text{виб.}}}{ОНА_{\text{кін.}}},$ <p>де $ОНА_{\text{ввсл.}}$ – вартість операційних необоротних активів, що введені в дію у звітному періоді; $ОНА_{\text{виб.}}$ – вартість операційних необоротних активів, що вибули у звітному періоді; $ОНА_{\text{кін.}}$ – вартість операційних необоротних активів на кінець звітного періоду</p>
Швидкість оновлення (виражена в роках) операційних необоротних активів	$ШО_{\text{она}} = \frac{1}{КВВ_{\text{она}}},$ <p>де $КВВ_{\text{она}}$ – коефіцієнт введення в дію операційних необоротних активів</p>
Коефіцієнт виробничої місткості операційних необоротних активів	$КВМ_{\text{она}} = \frac{\overline{ОНА}}{ОРП}$ <p>де $\overline{ОНА}$ – середня вартість операційних необоротних активів у звітному періоді; ОРП – обсяг реалізації продукції у звітному періоді</p>

Складено на підставі: [Бланк И. С. Основы финансового менеджмента / И. С. Бланк. – Киев : Ника-Центр, Эльга, 1999. – 478 с.; Финансовый менеджмент : навч. посібник / Л. О. Коваленко, Л. М. Ремньова ; 2-ге видання, перероб. і доп. – К. : "Знання", 2005. – 457 с.; Крамаренко Г. О. Финансовый менеджмент : підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. – К. : Центр навч. л-ри, 2006. – 520 с.; Рясних Є. Г. Основы финансового менеджмента : навч. посібник / Є. Г. Рясних. – К. : Скарби, 2003. – 238 с.; Філіна Г. І. Финансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посібник / Г. І. Філіна. – К. : Центр навч. л-ри, 2007. – 320 с.]

Додаток VI

Класифікаційна характеристика структурних елементів капіталу підприємства

Класифікація видів капіталу підприємства за формами залучення	
1	2
<i>За натурально-речовою формою залучення</i>	Грошовий капітал Фінансовий капітал Матеріальний капітал Нематеріальний капітал Людський капітал (трудові та інтелектуальні ресурси)
<i>За терміном використання у фінансово-господарській діяльності підприємства</i>	Капітал, який залучають на довготерміновий період Капітал, який залучають на короткотерміновий період
<i>За організаційно-правовою формою залучення</i>	Акціонерний капітал Пайовий капітал Індивідуальний капітал Неподільний капітал
<i>За часом формування стосовно життєвого циклу підприємства</i>	Стартовий капітал Капітал, який формують на етапі зростання компанії Капітал зрілої компанії Капітал компанії, яка перебуває на етапі занепаду (санаційний чи ліквідаційний капітал)
Класифікація видів капіталу підприємства за характером використання	
<i>За формами участі в інвестиційному процесі</i>	Капітал, який використовують як виробничий ресурс Капітал, який використовують як інвестиційний ресурс Капітал, який використовують як кредитний ресурс
<i>За характером використання у діяльності суб'єкта господарювання</i>	Капітал, вкладений у комерційну діяльність (комерційний капітал) Капітал, який використовують для фінансування заходів соціальної спрямованості (соціальний капітал)
<i>За тривалістю використання у виробничому процесі</i>	Капітал, який використовують у виробництві в межах одного операційного циклу Капітал, який використовують у виробництві протягом кількох операційних циклів
<i>За повнотою реалізації прав власності</i>	Капітал, який є власністю суб'єкта господарювання Капітал, який залучає підприємство з правом використання та розпорядження Капітал, який залучає підприємство лише з правом використання
<i>За цілями використання у фінансово-господарській діяльності підприємства</i>	Продуктивний капітал Інвестиційний капітал Спекулятивний капітал
<i>За напрямками використання капіталу його власниками</i>	Споживчий Накопичуваний
<i>За напрямком руху капіталу, що функціонує</i>	Реінвестований капітал Дезінвестований капітал
<i>За періодом використання у фінансово-господарській діяльності</i>	Капітал, який використовує підприємство на постійній основі (перманентний капітал) Капітал, залучений підприємством тимчасово
<i>За сферою використання в економіці держави</i>	Капітал реального сектора економіки Капітал фінансового сектора

Продовження дод. VI

1	2
<i>За використанням у галузях господарства</i>	Капітал АПК Капітал, що вкладений в будівництво Капітал важкої промисловості Капітал легкої промисловості Капітал сфери послуг
<i>За напрямом використання капіталу, що функціонує</i>	Капітал, який спрямовують на приріст активів суб'єкта господарювання (капіталізована частина прибутку) Капітал, який спрямовують на виплату дивідендів Капітал, який використовують на сплату податків і соціальні відрахування Капітал, який використовують на створення фонду оплати праці Капітал, який спрямовують на реновацію основних засобів підприємства Капітал, який спрямовують на фінансування соціальних заходів
<i>За характером задіяності капіталу в розрахунках з контрагентами</i>	Капітал, який не використовують у розрахунках з контрагентами суб'єкта господарювання Капітал, який формує кредиторську заборгованість підприємства Капітал, який формує дебіторську заборгованість підприємства
Класифікація видів капіталу підприємства за особливостями участі у фінансово-господарській діяльності підприємства	
<i>За терміном перенесення вартості капіталу на продукцію підприємства</i>	Оборотний капітал Необоротний капітал
<i>За формою перебування у виробничому циклі суб'єкта господарювання</i>	Грошовий капітал Виробничий капітал Товарний капітал
<i>За ступенем залученості у господарську діяльність підприємства</i>	Активний, працюючий капітал Пасивний (резервний) капітал
<i>За ступенем боргового навантаження</i>	Капітал без боргового навантаження Капітал, обтяжений борговим навантаженням з обмеженим використанням Капітал, обтяжений борговим навантаженням з необмеженим використанням
<i>За видом господарської діяльності підприємства</i>	Капітал, вкладений в операційну діяльність суб'єкта господарювання Капітал, вкладений у фінансову діяльність підприємства Капітал, вкладений в інвестиційну діяльність підприємства Капітал, мобілізований (витрачений) унаслідок надзвичайної діяльності
<i>За рівнем ризикованості операцій з капіталом</i>	Низькоризиковий капітал Середньоризиковий капітал Високоризиковий капітал
<i>За ступенем мобільності капіталу</i>	Немобільний капітал Низькомобільний капітал Мобільний капітал
<i>За можливістю податкової економії в разі оплати вартості залученого капіталу</i>	Капітал, використання якого не передбачає податкової економії для підприємства Капітал, залучення якого передбачає можливість використання "податкового щита"

Закінчення дод. VI

1	2
За формою руху капіталу	Капітал у фондовій формі Капітал у каналній формі
За законністю формування	Законний Нелегальний (тіньовий)
Класифікація видів капіталу підприємства за характером впливу на фінансовий стан підприємства	
За ступенем ліквідності капіталу	Абсолютно ліквідний капітал Високоліквідний капітал Низьколіквідний капітал Неліквідний капітал
За рівнем рентабельності капіталу	Нерентабельний капітал Капітал з рівнем рентабельності, нижчим від ринкового Капітал з середньоринковим рівнем рентабельності Високорентабельний капітал
За оборотністю капіталу за галузями функціонування	Капітал з високою швидкістю обороту Капітал з помірною швидкістю обороту Капітал з низькою швидкістю обороту
За впливом структури капіталу на фінансову стійкість підприємства	Капітал, структура якого за плечем фінансового важеля відповідає допустимому рівню ризику Капітал, структура якого за плечем фінансового важеля перевищує допустимий рівень ризику
За ступенем впливу капіталу на зростання ринкової вартості суб'єкта господарювання	Капітал, який не спрямований на забезпечення зростання ринкової вартості підприємства Капітал, який використовують для зростання активності підприємства-емітента на фондовому ринку (спрямований на дивідендні виплати)
Класифікація видів капіталу підприємства за відображенням у фінансовій звітності підприємства	
Капітал у предметно-матеріальній формі, вкладений в активи підприємства (актив балансу)	Необоротні активи Оборотні активи Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття
Капітал як сукупність фінансових ресурсів за джерелами їхнього утворення (пасив балансу)	Власний капітал Довготермінові зобов'язання і забезпечення Поточні зобов'язання і забезпечення Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття
За повнотою відображення у фінансовій звітності (за ступенем відкритості) інформації про капітал підприємства	Капітал, відображений у публічній фінансовій звітності Капітал, відображений у реєстрах управлінського обліку для внутрішніх користувачів

Додаток VII

Витяг з консолідованого балансу (Звіту про фінансовий стан)

Актив	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	Абсолютні зміни	Відносні зміни
1	2	3	4	5
I. Необоротні активи				
Нематеріальні активи:	316	664	348	110,13
первісна вартість	520	1 351	831	159,81
нагромаджена амортизація	204	687	483	236,76
Незавершені капітальні інвестиції	0	23 568	23 568	-
Основні засоби:	280 859	273 245	-7 614	-2,71
первісна вартість	307 478	329 437	21 959	7,14
знос	26 619	56 192	29 573	111,10
інші фінансові інвестиції	14 604	14 604	0	0,00
Довгострокова дебіторська заборгованість	490	490	0	0,00
Усього за розділом I	296 269	312 571	16 302	5,50
II. Оборотні активи				
				0
Запаси	35 125	40 196	5 071	14,44
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги	18 834	28 967	10 133	53,80
Дебіторська заборгованість за розрахунками:				
за виданими авансами	10 101	8 382	-1 719	-17,02
з бюджетом	558	4 324	3 766	6 74,91
у тому числі з податку на прибуток	259	655	396	1 52,90
Інша поточна дебіторська заборгованість	4 281	2 178	-2 103	-49,12
Поточні фінансові інвестиції	0	0	0	-
Гроші та їхні еквіваленти	3 856	5 958	2 102	54,51
Витрати майбутніх періодів	1 801	1 484	-317	-17,60
Інші оборотні активи	46	47	1	2,17
Усього за розділом II	74 602	91 536	16 934	22,70
III. Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття				
	0	0	0	-
Баланс	370 871	404 107	33 236	8,96

Закінчення дод. VII

Пасив	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	Абсолютні зміни	Відносні зміни
I. Власний капітал				
Зареєстрований (пайовий) капітал	20 069	20 069	0	0,00
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	202 235	208 859	6 624	3,28
Усього за розділом I	222 304	228 928	6 624	2,98
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення				
Відстрочені податкові зобов'язання	39 947	35 047	-4 900	-12,27
Пенсійні зобов'язання	0	0	0	-
Довгострокові кредити банків	23 948	32 609	8 661	36,17
Усього за розділом II	63 895	67 656	3 761	5,89
III. Короткострокові зобов'язання і забезпечення				
Короткострокові кредити банків	18 074	27 262	9 188	50,84
Векселі видані	0	0	0	-
Поточна кредиторська заборгованість:	14 500	19 694	5 194	35,82
за довгостроковими зобов'язаннями				
за товари, роботи, послуги	13 480	35 721	22 241	164,99
за розрахунками з бюджетом	104	149	45	43,27
у тому числі з податку на прибуток	11	0	-11	-100,00
за розрахунками зі страхування	271	344	73	26,94
за розрахунками з оплати праці	645	747	102	15,81
за одержаними авансами	24	94	70	291,67
за розрахунками з учасниками	39	39	0	0,00
Поточні забезпечення	6 064	6064	0	0,00
Інші поточні зобов'язання	31 471	17 409	-14 062	-44,68
Усього за розділом III	84 672	107 523	22 851	26,99
IV. Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття	0	0	0	-
V. Чиста вартість активів недержавного пенсійного фонду	0	0	0	-
Баланс	370 871	404 107	33 236	8,96

Додаток VIII

**Витяг з консолідованого звіту про фінансові результати
(Звіту про сукупний дохід)**

І. ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ				
Стаття	За звітний період	За аналогічний період попереднього року	Абсолютні зміни	Відносні зміни
Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	251 604	239 115	12 489	5,22
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	-175 096	-167 339	-7 757	4,64
Валовий:				
прибуток	76 508	71 776	4 732	6,59
збиток	0	0	0	-
Інші операційні доходи	944	4 778	-3 834	-80,24
Адміністративні витрати	-9 312	-9 500	188	-1,98
Витрати на збут	-46 551	-39 628	-6 923	17,47
Інші операційні витрати	-3 877	-12 627	8 750	-69,30
Фінансовий результат від операційної діяльності:				
прибуток	17 712	14 799	2 913	19,68
збиток	0	0	0	-
Дохід від участі в капіталі	400	752	-352	-46,81
Фінансові витрати	-13 879	-12 479	-1 400	11,22
Фінансовий результат до оподаткування:				
прибуток	4 233	3 072	1 161	37,79
збиток	0	0	0	0,00
Витрати (дохід) з податку на прибуток	-2 391	-3 654	1 263	-34,56
Чистий фінансовий результат:				
прибуток	6 624	6 726	-102	-1,52
збиток	0	0	0	0,00

Закінчення дод. VIII

II. СУКУПНИЙ ДОХІД

Стаття	За звітний період	За аналогічний період попереднього року	Абсолютні зміни	Відносні зміни
Дооцінка (уцінка) необоротних активів / фінансових інструментів	0	0		
Інший сукупний дохід до оподаткування	0	0		
Інший сукупний дохід після оподаткування	0	0		
Сукупний дохід (сума рядків 2350, 2355 та 2460)	6 624	6 726	-102	1,52
Чистий прибуток (збиток), що належить: власникам материнської компанії	6 624	6 726	-102	1,52
Сукупний дохід, що належить: власникам материнської компанії	6 624	6 726	-102	1,52

III. ЕЛЕМЕНТИ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ

Стаття	За звітний період	За аналогічний період попереднього року	Абсолютні зміни	Відносні зміни
Матеріальні затрати	157 959	145 901	12 058	8,26
Витрати на оплату праці	28 998	27 194	1 804	6,63
Відрахування на соціальні заходи	9 686	8 998	688	7,65
Амортизація	29 593	24 407	5 186	21,25
Інші операційні витрати	17 435	25 353	-7 918	-31,23
Разом	243 671	231 853	11 818	5,10

IV. РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ ПРИБУТКОВОСТІ АКЦІЙ

Середньорічна кількість простих акцій	80 276 965	80 276 965
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	80 276 965	80 276 965
Чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	0.08	0.08
Скоригований чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	0.08	0.08
Дивіденди на одну просту акцію	0	0

Додаток ІХ

**Витяг з консолідованого звіту про рух грошових коштів
(за прямим методом)**

Стаття	За звітний період	За аналогічний період попереднього року	Абсолютні зміни	Відносні зміни
I. Рух коштів у результаті операційної діяльності				
<i>Надходження від:</i>				
Реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	297 275	283 715	13 560	4,78
Цільового фінансування	0	381	-381	-100,00
Інші надходження	9 174	13 578	-4 404	-32,43
<i>Витрачання на оплату:</i>				
Товарів (робіт, послуг)	-212 259	-194 338	-17 921	9,22
Праці	-24 241	-21 779	-2 462	11,30
Відрахувань на соціальні заходи	-11 798	-10 539	-1 259	11,95
Зобов'язань з податків і зборів	-19 245	-18 416	-829	4,50
Інші витрачання	-13 963	-20 707	6 744	-32,57
Чистий рух коштів від операційної діяльності	24 943	31 895	-6 952	-21,80
II. Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності				
<i>Надходження від отриманих:</i>				
відсотків	343	0	-343	-
<i>Витрачання на придбання:</i>				
необоротних активів	-46 068	-23 091	-22 977	99,51
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	-45 725	-23 091	-22 634	98,02
III. Рух коштів у результаті фінансової діяльності				
Надходження від отримання позик	60 575	30 105	30 470	101,21
Погашення позик	-36 853	-35 670	-1 183	3,32
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	23 722	-5 565	29 287	-526,27
Чистий рух грошових коштів за звітний період	2 940	3 239	-299	-9,23
Залишок коштів на початок року	3 856	617	3 239	524,96
Вплив зміни валютних курсів на залишок коштів	-838	0	-838	
Залишок коштів на кінець року	5 958	3 856	2 102	54,51

Предметний покажчик**А**

авансовий ануїтет 112, 114
ануїтет 110, 111, 112, 113, 114, 115
активи 32, 49, 50, 63, 70, 77, 123, 127, 151, 152, 153, 154, 158, 159, 160, 161, 162, 169,
170, 171, 190, 197, 202, 203, 207, 222, 240, 243, 244, 319, 320, 333, 338,
339, 341, 352, 374, 386, 388
амортизація 129, 131, 132, 201, 397
аналіз 15, 165, 166, 172, 188, 193, 216, 222, 226, 227, 233, 235, 236, 239, 251, 253, 254,
258, 265, 272, 279, 280, 292, 298, 305, 306, 307, 308, 313, 315, 317, 318,
319, 330, 332, 335, 336, 338, 341, 347, 348, 349, 350, 351, 352, 359, 365,
367, 370, 371, 375, 379, 380, 381, 382, 385, 389, 390, 392, 393, 394, 396,
398, 402

Б

баланс 47, 63, 316, 317, 320, 332, 336, 337, 339, 340, 341, 343, 344, 345, 346, 347, 381
балансовий прибуток 33
банкрутство 64, 201, 278, 390, 391, 401, 403, 404, 405, 406, 407, 408, 412, 413
батько сім'ї 322, 323
безперервні відсотки 109, 110
бюджет 76, 92, 302, 317
бюджетування 64, 68, 306, 307
брутто-результат експлуатації інвестицій 31, 321

В

валова маржа 136, 137, 138
вартість 129, 139, 332, 340, 343, 395
вартість активів 155, 159, 160, 244, 343, 382
вартість грошей 60, 103, 104, 231
вартість капіталу 57, 58, 123, 195, 196, 197, 198, 199, 229, 230
вартісно-орієнтоване управління (вартісно-орієнтований менеджмент) 56, 57
витрати 18, 31, 122, 128, 129, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 164, 187, 190, 226, 229,
331, 348, 395
витрати майбутніх періодів 158, 161, 162, 163, 341
витрати на оплату праці 128, 129, 132
відсоток 14, 32, 33, 58, 104, 105, 110, 125, 132, 137, 196, 220, 243, 245, 319, 320, 348
власний капітал 63, 182, 184, 187, 191, 343, 352
внутрішні темпи розвитку 206

Г

господарська діяльність, фінансово-господарська діяльність 188, 238, 308, 322, 338, 339
грошовий потік 59, 87, 88, 89, 90, 91
грошові активи 85, 164

Д

дебіторська заборгованість 30, 127, 152, 153, 154, 158, 161, 163, 170, 341, 385, 386
дивіденди 58, 125, 133, 144, 145, 146, 147, 187, 196, 206, 239, 320, 321, 322, 326, 348, 352, 395
дивідендна політика 67, 68, 78, 145, 198, 238
дилема 322, 323, 325
ділова активність 371, 372
додана вартість 30, 33, 123, 124, 321
доходи 21, 56, 122, 124, 125, 126, 133, 144, 347
доходи від звичайної діяльності 124, 125
доходи від надзвичайних подій 124, 125
доходи майбутніх періодів 192

Е

економічна рентабельність 30, 76, 202, 206
епізодичний дефіцит 322, 323, 324
ефект виробничого важеля 137
ефект фінансового важеля 202, 206, 219, 323

З

запас фінансової стійкості 138, 139
збалансована система показників 295, 296, 297, 299, 301, 302
звичайний анuitет 112
звіт про власний капітал 47, 301, 332, 352, 381
звіт про рух грошових коштів 47, 314, 332, 350, 351, 381
звіт про фінансові результати 47, 301, 314, 332, 336, 344, 347, 381
змінні витрати 134, 135, 136, 137, 140, 319

І

інвестиційна діяльність 12, 42, 215
інвестиційний проект 226, 231, 232
інвестиційні ресурси 220, 221, 223, 224, 225, 236

К

капітал 57, 124, 179, 180, 181, 182, 183
капітальні витрати 31, 395
коефіцієнт трансформації 33
комерційна маржа 32, 33
концепція 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 103, 144, 194, 275, 299
криза 16, 303, 322, 323, 325
кредит 14, 32, 69, 108, 189, 191, 192, 194, 196, 201, 202, 203, 204, 208, 218, 221, 222, 235, 277, 336, 339, 340, 373, 409
кредитний рейтинг 201, 205, 207, 208, 282, 334
кредитор 47, 48, 57, 64, 108, 124, 139, 145, 182, 187, 190, 194, 207, 221, 227, 278, 279, 324, 332, 339, 351, 360, 373, 385, 387, 388, 389, 391, 394, 399, 400, 402, 403, 404, 406, 407, 408, 409, 410, 412, 413
кредитоспроможність 51, 78, 151, 155, 196, 295, 345
кредиторська заборгованість 32, 183, 189, 198, 343, 387

Л

ліквідність 337, 385
лінія ліквідності 323

М

майбутня вартість анuitету 111
майбутня вартість грошей 103
матеріальні витрати 30, 122, 128, 129, 132
матриця фінансових стратегій 322
методи фінансового планування 318, 319

Н

нематеріальні активи 131, 133, 152, 153, 154, 158, 168, 169, 171, 185, 341, 386
необоротні активи 63, 152, 153, 158, 159, 168, 169, 171, 173, 191, 341
нестійка рівновага 322, 323, 324
нетто-результат експлуатації інвестицій 31, 32, 76
нормативне забезпечення 14, 45
норма розподілу прибутку 147, 206

О

оборотні активи 63, 152, 154, 158, 161, 162, 164, 166, 167, 191, 319, 341
операційна діяльність 12, 73, 88
операційний (CVP) аналіз 134

операційні активи 152, 154, 171
операційні витрати 128, 130, 132, 349
організаційне забезпечення 14, 38, 97, 276

П

пасиви 320, 387, 389
перпетуїтет 115
планування 14, 18, 20, 28, 39, 41, 60, 74, 92, 93, 94, 123, 139, 141, 199, 218, 282, 291,
302, 304, 305, 306, 307, 308, 312, 313, 316, 317, 318, 319, 320, 394, 398
платоспроможність 28, 78, 167, 181, 188, 191, 255, 403
податок на прибуток 123, 140, 141, 142, 143, 171, 186, 191, 202, 206, 348, 349, 371
позиковий капітал 63, 181, 182, 189, 190, 191, 197, 343
поріг рентабельності 136, 137, 138, 323
портфель цінних паперів 239, 240, 243
постійні витрати 135, 136, 137, 138
правове забезпечення 14, 42
прибуток 120, 121, 122, 133, 134, 138, 140
прості відсотки 104

Р

рантьє 322, 323, 325
реальне інвестування, реальні інвестиції 222, 140
результат господарської діяльності 321
результат фінансової діяльності 84, 321, 322
результат фінансово-господарської діяльності 322
рентабельність 304, 337
рентабельність активів 32, 369, 382
рентабельність власних коштів 206
рентабельність продажу 383
рентабельність продукції 369, 383
ризики підприємницької діяльності 252, 258, 259, 260

С

санаційний аудит 392, 393
санаційний план, план санації 393, 394, 408, 409
санація 391, 392, 396, 401, 404, 407
складні відсотки 106, 108, 109, 110
собівартість 121, 128, 132, 348, 349, 367, 368, 369, 370, 373, 383, 402
стійка рівновага 322, 323, 324

стратегія 215, 244, 266, 290, 291, 294, 323
стратегічне управління фінансами 93, 291, 294, 302, 379
структура капіталу 181, 200, 205

Т

тезаврація прибутку 122, 140, 146
теперішня вартість анuitету 113
теперішня вартість грошей 104, 113

У

управління активами 20, 29, 48, 151
управління капіталом 20, 181
управління прибутком 120, 121, 122, 123, 133
управління ризиками 20, 261, 276, 279, 280, 283, 305, 394

Ф

фінансова діяльність 12, 84, 88, 321
фінансова звітність 33, 48, 49, 314, 332
фінансова політика 14, 15, 25, 63, 66, 67, 70, 73, 154
фінансова привабливість 78, 359
фінансова служба 15, 39, 41
фінансова стійкість 78, 187, 361, 363
фінансова стратегія 71, 72, 73, 316
фінансова тактика, тактика фінансового менеджменту 41, 73, 78
фінансовий аналіз 28, 334, 337, 338, 359, 385
фінансовий контролінг 92, 305, 308
фінансовий менеджмент 12, 13, 15, 16, 18, 25, 28, 38, 41, 63, 73, 78, 103
фінансовий менеджер 15, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 51, 59, 61, 196, 204, 324,
325, 326, 382, 385, 398
фінансовий механізм 14, 46, 65
фінансовий результат 108, 121, 122, 181, 347, 348
фінансовий ризик 201, 202, 203, 204, 261, 322
фінансові активи 22, 26, 28, 159, 235, 239, 341
фінансові відносини 10, 12, 42, 321
фінансові інвестиції 152, 158, 163, 264, 341
фінансові рішення 27, 29, 59, 61, 63, 68, 73, 78, 133, 205, 326, 330

Х

холдинг 322, 323, 326

Ц

ціна власного капіталу 196
ціна капіталу 58, 199

Ч

чистий прибуток 17, 57, 145, 146, 147, 186, 200, 201, 320, 348, 350, 361, 369, 382

Ш

штурм 322, 323, 326

Навчальне видання

КРУПКА Михайло Іванович
КОВАЛЮК Олексій Миколайович
КОВАЛЕНКО Віктор Миколайович та інші

ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Навчальний посібник

За редакцією доктора економічних наук,
професора М. І. Крупки

Редактор *М. М. Мартиняк*
Технічний редактор *С. З. Сенік*
Комп'ютерне верстання *Н. М. Лобач*
Обкладинка *А. М. Червінська*

Формат 70×100/16. Умовн. друк. арк. 35,5.
Тираж 300 прим. Зам.

Львівський національний університет імені Івана Франка,
вул. Університетська, 1, м. Львів, 79000

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців, виготівників
і розповсюджувачів видавничої продукції.
Серія ДК № 3059 від 13.12.2007 р.

Видруковано у книжковій друкарні "Коло",
вул. Бориславська, 8, м. Дрогобич, Львівська обл., 82100
СВІДОЦТВО

про внесення суб'єкта видавничої справи до Державного реєстру
видавців, виготівників і розповсюджувачів видавничої продукції.
Серія ДК № 498 від 20.06.2001 р.